

信用等级公告

联合〔2019〕1736号

京投发展股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对京投发展股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年公司债券（第二期）进行综合分析和评估，确定：

京投发展股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

京投发展股份有限公司拟公开发行的 2019 年公司债券（第二期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：李

二〇一九年六月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

京投发展股份有限公司

2019年公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过5亿元（含5亿元）

本期债券期限：5年期（3+2）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

担保方：北京市基础设施投资有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

评级时间：2019年6月28日

主要财务数据：

发行人

项目	2016年	2017年	2018年	2019年 3月
资产总额(亿元)	287.76	278.63	318.68	410.05
所有者权益(亿元)	34.71	42.52	46.15	49.33
长期债务(亿元)	86.91	96.58	173.92	281.05
全部债务(亿元)	149.46	168.69	209.06	299.71
营业收入(亿元)	59.22	62.17	79.75	8.82
净利润(亿元)	7.46	9.47	9.10	2.00
EBITDA(亿元)	12.96	17.15	16.69	--
经营性净现金流(亿元)	50.55	-1.87	1.47	-4.73
营业利润率(%)	24.37	29.90	20.87	48.36
净资产收益率(%)	23.76	24.52	20.52	--
资产负债率(%)	87.94	84.74	85.52	87.97
全部债务资本化比率(%)	81.15	79.97	81.92	85.87
流动比率(倍)	1.63	1.66	2.77	4.63
EBITDA全部债务比(倍)	0.09	0.10	0.08	--
EBITDA利息倍数(倍)	0.90	1.32	0.67	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.59	3.43	3.34	--

担保方

项目	2016年	2017年	2018年	2019年 3月
资产总额(亿元)	4,354.98	4,829.51	5,583.89	5,888.44
所有者权益(亿元)	1,612.54	1,916.52	2,089.16	2,173.92
全部债务(亿元)	2,265.17	2,473.54	3,033.27	3,133.66
净利润(亿元)	20.20	18.68	25.98	7.52
资产负债率(%)	62.97	60.32	62.59	63.08

注：1、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2、公司其他应付款中资金拆借已计入短期债务，其他非流动负债中的长期债权融资部分已计入长期债务；担保方其他流动负债中的短期融资债券已计入短期债务，长期应付款中的有息部分已计入长期债务；3、2019年一季报未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对京投发展股份有限公司（以下简称“公司”或“京投发展”）的评级反映了公司作为一家以北京轨道交通物业为专业特色的房地产上市公司，土地储备区域市场空间大，项目交通便利，轨道上盖项目开发专业程度高，公司控股股东北京市基础设施投资有限公司（以下简称“京投公司”）主要负责北京市轨道交通建设的投融资及运营工作，公司依托股东能够获取质量优良的地铁上盖优良土地，且股东为公司地产开发业务提供较大力度的资金支持。同时，联合评级也关注到房地产行业政策调控、公司土地储备获取不确定性较大以及债务负担较重等因素给公司信用水平带来的不利影响。

来随着在建、拟建项目的推进，公司经营规模及盈利水平有望保持稳定。

本期债券由公司控股股东京投公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。京投公司作为大型国有企业，资产规模大、收入规模稳定、政府支持力度强，其担保对本期债券的信用水平具有显著的提升作用。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司业务中心地处北京，北京作为全国政治、教育、文化中心，第三产业发达，人口较为集中，公司目标市场具备很强的区位优势。

2. 公司在北京拥有多个储备项目，且多以轨道上盖和沿线物业项目为主，区位优势明显；项目大多交通便利，土地储备成本较为合理，在区域内有较强竞争力，具有良好的盈利前景。

3. 公司控股股东京投公司拥有大量轨道项目一级开发土地资源，资产规模大、资金实力雄厚，为公司土地资源获取、外部融资及资金拆借等方面提供了较多支持，其提供的担保对本期债券信用水平具有明显的提升作用。

关注

1. 北京地区土地市场竞争愈加激烈，公司在北京获取土地资源的难度加大，并且未来新推出的潜在轨道物业项目位置可能渐渐远离城市中心区，土地增值空间减小，且项目推出的时间不确定、不规律、不连续。

2. 公司储备项目大多为轨道交通上盖物业类项目，所需资金量大，对股东借款和外部融资的依赖程度高。

3. 公司整体债务规模大，债务负担重；公司所有者权益稳定性有待提升。

分析师

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@unitedratings.com.cn

王彦

电话：010-85172818

邮箱：wangyan@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www. unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告仅用于相关决策参考，并非是联合评级对本报告使用人进行投资、借贷等交易行为的建议，也不能作为本报告使用人进行投资等行为的依据。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

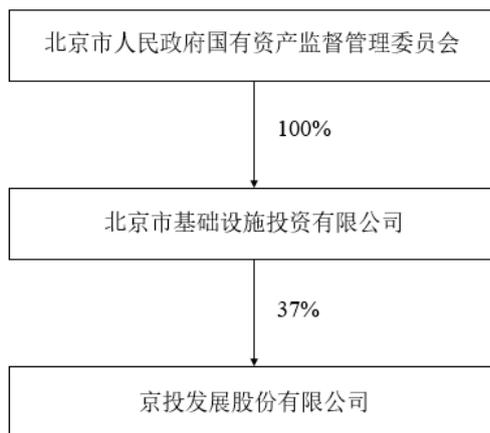

联合信用评级有限公司

一、主体概况

京投发展股份有限公司（以下简称“公司”或“京投发展”）前身为在浙江省宁波市注册的宁波华联集团股份有限公司，于1992年9月以募集方式设立，股本总额为720万股。1993年9月经批准发行人民币普通股，并于同年10月在上海证券交易所挂牌上市，股票代码“600683.SH”，证券简称“宁波华联”，发行完成后公司总股本增至9,600万股。1994~2000年间，经多次送股、配股后，公司总股本增至19,925.37万股；2002年，公司更名为“银泰控股股份有限公司”，证券简称改为“银泰股份”。

2007年，公司根据股东大会决议进行了利润转增股本，转增后公司股本为28,225.17万股。2009年3月，公司非公开发行A股股票21,160万股，本次发行完成后北京市基础设施投资有限公司（以下简称“京投公司”）持有公司29.81%的股份，成为公司第一大股东；同年7月公司更名为“京投银泰股份有限公司”，证券简称变更为“京投银泰”。后历经多次送股、增持等，2016年6月6日，公司变更名称为“京投发展股份有限公司”并办理工商变更登记，证券简称由“京投银泰”变更为“京投发展”，证券代码保持不变。后历经多次送股、增持等，截至2019年3月底，公司总股本为74,077.76万股，控股股东为京投公司，持股比例为37.00%，实际控制人为北京市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”），具体情况如下图所示。

图1 截至2019年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：房地产开发、经营及租赁。自营和代理货物和技术的进出口，但国家限制或禁止进出口的货物和技术除外；技术咨询、房地产咨询、实业投资及咨询。（以工商部门核准为准）。

截至2019年3月底，公司设立了董事会办公室、审计部、战略投资部、设计研发部、成本管理部、招采管理部、营销策划部、客户服务部、运营管理部、资本管理部、商业管理部、财务管理部、人力行政部和风险控制部共14个部门（详见附件1）；纳入合并范围的子公司22家，公司在职工632人。

截至2018年底，公司合并资产总额318.68亿元，负债合计272.52亿元，所有者权益（含少数股东权益）46.15亿元，其中归属于母公司所有者权益合计25.63亿元。2018年，公司实现营业收入79.75亿元，净利润（含少数股东损益）9.10亿元，其中归属于母公司所有者净利润3.58亿

元；经营活动现金流量净额为 1.47 亿元，现金及现金等价物净增加额为 20.23 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 410.05 亿元，负债合计 360.72 亿元，所有者权益（含少数股东权益）49.33 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 27.31 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.82 亿元，净利润（含少数股东损益）2.00 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 0.53 亿元；经营活动现金流量净额为-4.73 亿元，现金及现金等价物净增加额为-5.98 亿元。

公司注册地址：宁波市海曙中山东路 238 号；办公地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号银泰中心 C 座 17 层；法定代表人：魏怡。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期公司债券名称为“京投发展股份有限公司 2019 年公开发行公司债券（第二期）”，发行规模为不超过 5.00 亿元（含 5.00 亿元），本期债券的期限为 5 年期，债券存续期第 3 个计息年度末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券票面利率将以公开方式向具备风险识别和承担能力的合格投资者进行询价，由公司和簿记管理人根据利率询价确定利率区间后，通过簿记建档方式确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券由北京市基础设施投资有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期公司债券的募集资金拟用于偿还“京投发展股份有限公司 2016 年非公开发行公司债券（第二期）”。

三、行业分析

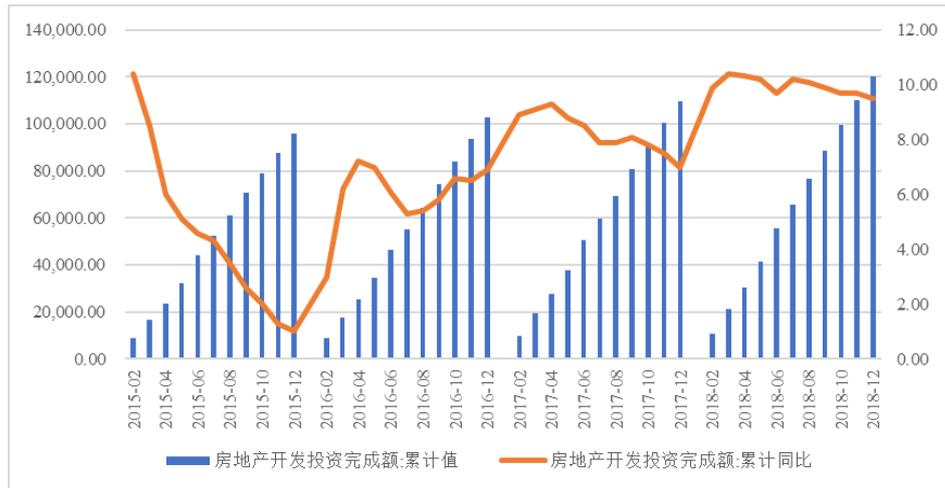
目前公司主要收入来源于房地产开发与销售，属于房地产行业。

1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年上升 5.9 个百分点；2017 年，我国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，受密集调控影响，增速较上年微增 0.16 个百分点，整体投资热情仍旧较高。2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 月回落 0.2 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高速增长下继续维持在高位。

图 2 2015~2018 年全国房地产市场发展情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind

总体看,房地产业作为国民经济的重要支柱产业,近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响,2016年以来房地产投资增速有所回升,2018年虽保持较高增速,但下滑趋势显现。

2. 市场供需

土地供应状况

土地是房地产企业主要的成本来源,土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大,同时会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资行为,加之需求端限购等政策,导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化,直接影响土地市场需求。

2016年,土地供求总量小幅下降,整体分化趋势不改,重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016年,除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现1%和0.2%的微跌外,一、三线城市均有较大幅度下降;除一线城市土地出让金下降16%外,二、三线城市土地出让金分别上升68%和9%。另外,各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升9%和18个百分点到9,965元/平方米和45%;二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升74%和34个百分点到2,696元/平方米和51%;三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升19%和18个百分点到887元/平方米和26%。整体看,一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地,二线城市涨幅较大,地王频出。

2017年,全国300个城市成交面积95,036万平方米,同比增加8%;土地出让金总额为40,623亿元,同比增加38%。其中,住宅用地成交面积35,433万平方米,同比增加24%;商办类用地成交土地面积10,225万平方米,同比减少10%。分城市来看,2017年,一线城市土地供应持续放量,成交量及出让金随之上涨,但受调控政策影响,楼面均价及溢价率有所下滑;二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平,土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄,溢价率各季度均同比下降,土地市场总体趋稳;三、四线城市内部热度分化。

2018年,土地供应量继续上扬,全国300个城市土地供应量128,440万平方米,同比增长20%;土地成交面积105,492万平方米,同比增长14%,其中住宅用地成交面积38,931万平方米,同比增长10%;土地出让金总额为41,773亿元,同比微增2%;整体成交楼面均价及溢价率均有所下

滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018年，一线城市供地节奏放缓，同比下降12%，成交指标均降，其中出让金总额下降12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

表1 2015~2018年全国300个城市土地交易情况(单位:万平方米、%、亿元、元/平方米)

项目	2015年	2016年	2017年	2018年
推出面积	113,235	103,212	111,907	128,440
同比	-18	-9	8	20
成交面积	85,671	85,885	95,036	105,492
同比	-21	-3	8	14
出让金	21,793	29,047	40,623	41,773
同比	-10	31	38	2
楼面均价	1,384	1,904	2,374	2,159
同比	14	40	26	-11
土地平均溢价率	16	43	29	13
同比	上升6个百分点	上升27个百分点	下降14个百分点	下降16个百分点

资料来源: CREIS 中指数据, 联合评级整理

总体看, 2016年土地市场热度高涨, 楼面均价及溢价率均大幅上涨, 随着2017年后土地增加供应量及调控政策影响, 楼面均价及溢价率有所回落, 2018年房企拿地趋于理性, 成交楼面均价及溢价率继续走低。

开发资金来源状况

受益于宽松的信贷政策, 2016年前三季度房地产销售市场火爆, 房企资金进一步得到缓解。进入10月份, 上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理, 部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016年, 房地产开发企业到位资金144,214亿元, 同比增长15.18%。其中, 国内贷款21,512亿元, 同比增长6.42%; 利用外资140亿元, 同比下降52.79%; 自筹资金49,133亿元, 同比增长0.19%; 其他资金73,428亿元, 同比增长31.93%。在其他资金中, 定金及预收款41,952亿元, 增长29.0%; 个人按揭贷款24,403亿元, 增长46.5%。

2017年, 房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金156,053亿元, 同比增长8.20%, 增速较上年同期下降7.00个百分点。其中, 国内贷款25,242亿元, 同比增长17.30%; 利用外资168.19亿元, 同比增长19.80%; 自筹资金50,872亿元, 上升3.50%; 其他资金79,770亿元, 同比增长8.60%。在其他资金中, 定金及预收款48,694亿元, 同比增长16.10%; 个人按揭贷款23,906亿元, 同比下降2.00%。

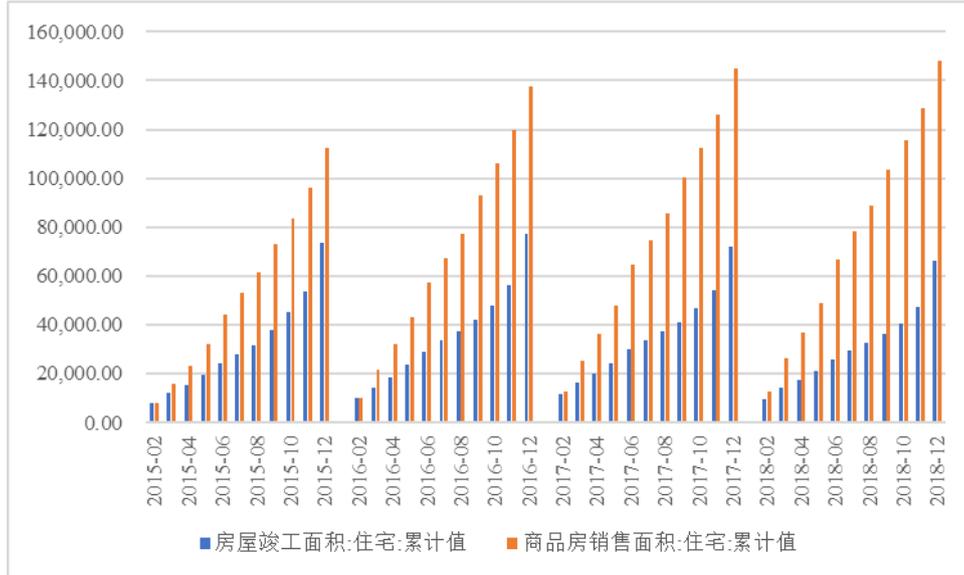
2018年, 房地产开发企业到位资金165,962.89亿元, 同比增长6.40%。其中, 国内贷款同比下降4.90%, 主要系银行信贷受到监管, 银行资金流入房地产市场受限所致; 自筹资金同比增长9.70%, 主要系房企发债及资产证券化规模增长所致; 其他资金同比增长7.84%, 主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制, 房企自身造血能力对房地产企业愈加重要; 2018年, 央行已进行4次降准, 释放一定流动性, 货币政策结构性宽松, 房企资金面有所改善, 但融资依然较紧张, 资金压力依然较大。

总体看, 2016年10月房地产调控后, 融资环境再次趋紧, 房企资金压力较大; 2018年, 货币政策结构性宽松, 房企资金面有所改善, 但资金压力仍然较大。

市场供需情况

2016年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016年，全国商品房销售面积157,349万平方米，同比增长22.5%。其中，住宅销售面积增长22.4%，办公楼销售面积增长31.4%，商业营业用房销售面积增长16.8%。从供应来看，2016年，全国房屋竣工面积106,128万平方米，同比增长6.1%。其中，住宅竣工面积77,185万平方米，同比增长4.6%。

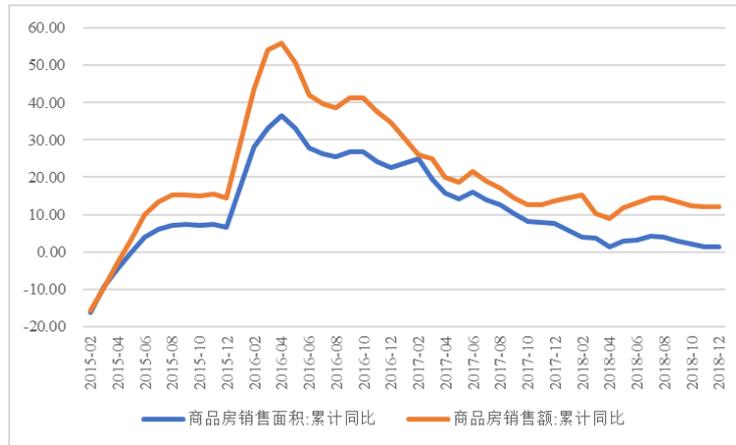
图3 2015~2018年全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind

2017年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积169,408万平方米，同比增长7.70%，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长5.30%，办公楼销售面积增长24.30%，商业营业用房销售面积增长18.70%；住宅销售额增长11.30%，办公楼销售额增长17.50%，商业营业用房销售额增长25.30%。从供应来看，2017年房地产开发企业房屋施工面积781,484万平方米，同比增长3.00%；房屋竣工面积101,486万平方米，同比减少4.40%；商品房待售面积58,923万平方米，同比减少15.30%，其中住宅待售面积同比减25.10%，办公楼待售面积同比增加0.90%，商业营业用房待售面积同比减少4.00%。

图 4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况 (单位: %)



资料来源: Wind

2018 年,在调控政策持续深化背景下,商品房销售增速继续下滑,全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米,同比增长 1.30%,增速自 8 月之后开始收窄;全国房地产销售金额 149,972.74 亿元,同比增长 12.20%,增速较 1~11 月上涨 0.10 个百分点;房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓,处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年,房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米,同比增长 5.20%;房屋竣工面积 93,550.11 万平方米,同比减少 7.80%;商品房待售面积 52,414 万平方米,较 2017 年底减少 11.05%。分城市来看,一线城市商品房销售成交维持低位,但一季度之后,销售增速企稳回升;重点二线城市调控因城施策,销售增速低位徘徊,2018 年底增速为-0.01%;三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳,维持 2%左右增速,主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策,以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策,以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支,预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

图 5 一、二、三四线城市商品房销售面积累计同比 (单位: %)



注:二线城市数据用 Wind 40 大中城市数据中的二线城市模拟代替,三四线数据用全国数据扣减 40 大中城市中的一二线数据进行模拟代替。

资料来源: Wind, 联合评级搜集整理

总体看,在当前经济形势下,政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。

2016 年之后政策环境由松趋紧，调控政策密集发布，2018 年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑；一二线城市销售增速有所企稳，但三四线城市下滑趋势明显。

销售价格情况

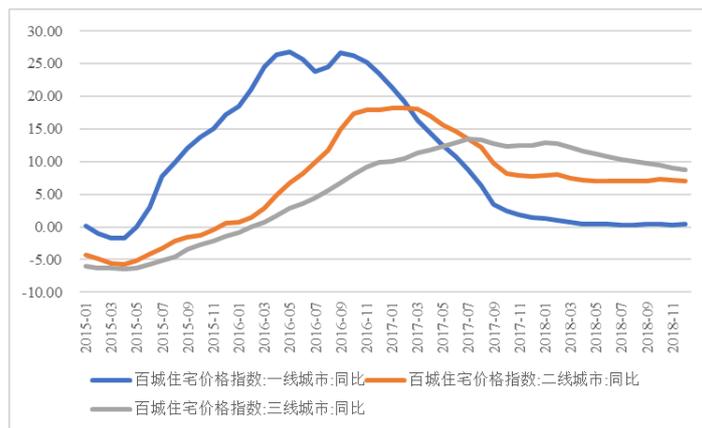
从商品房销售价格看，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象；2015 年 3 月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长；2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。

2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至 2016 年底，百城价格指数为 13,035.00 元/平方米，较年初增长 18.22%。

2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37% 大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27% 下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12% 左右水平。

2018 年，一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018 年末，一线城市同比增速 0.40%，二线城市同比增速 7.08%，三线城市同比增速 8.71%。

图 6 2015~2018 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源: Wind

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正，需求进一步释放；但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象，三线城市价格增速降缓，但仍表现较好。

3. 行业竞争

随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

2016 年，房地产行业前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81% 和 25.33%，分别较上年提高 1.94 和 2.52 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 12.19% 和 15.94%，分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10% 和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百

分点：前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 15.38% 和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点，也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89% 和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08% 和 25.74%，集中度继续提升。

表 2 2015~2018 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
前 10 大企业销售额占比	16.87	18.81	24.10	26.89
前 20 大企业销售额占比	22.82	25.33	32.50	38.32
前 10 大企业销售面积占比	11.31	12.19	15.38	19.08
前 20 大企业销售面积占比	14.62	15.94	20.03	25.74

资料来源：CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势；从 2017 年全年房企销售额来看，5,000 亿房企 3 家，3,000 亿房企 3 家。具体来看，前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破，11~30 的房企在踏准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31~50 的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售。据 CRIC 统计的 2018 年房企销售额情况，碧桂园、万科地产和中国恒大销售额均步入 5,000 亿，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿；融创中国、保利发展、绿地控股迈入 3,000 亿门槛；中海地产、新城控股、华润置地、龙湖集团进入 2,000 亿阵营，另有 20 家房企销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

表 3 2018 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	恒大集团	6	绿地控股
2	碧桂园	7	中海地产
3	万科企业	8	龙湖地产
4	保利地产	9	华夏幸福
5	融创中国	10	广州富力

资料来源：中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

4. 行业政策

2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2016年“十一假期”	2016年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计21个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016年11月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017年3月	2017年3月以来，全国一线及重点二、三线约30个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017年4月	住房和城乡建设部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017年7月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017年8月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见
2017年10月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017年12月	发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018年3月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
2018年7月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”
2018年12月	山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制
2018年12月	2018年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”
2019年1月	习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”
2019年3月	2019年3月《政府工作报告》提出“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”及“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”
2019年4月	2019年4月，中共中央政治局召开会议，再次提出“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。

2017年12月，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”，坚持分类调控，因城因地施策。

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促

进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018年12月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年1月21日，习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上发表重要讲话，指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。

总体看，2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路，预计2019年房地产以“稳”为主，继续推进长效机制方案。

5. 行业关注

行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续期债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

房地产调控政策不放松，实行差别化调控

2016年10月至2017年8月，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线城市房地产明显降温。2017年末，兰州、武汉、南京等城市限购政策开始放松，但调控的整体基调未发生改变。

中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年2月，国务院出台的《关于创新政府配置资源方式的指导意见》中明确提到“支持各地区在房地产税、养老和医疗保障等方面探索创新”；未来，房产税将是一个

长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

7. 区域房地产市场

公司立足北京地区，北京市房地产市场情况对公司业务发展具有重要影响。

据北京市统计局数据显示，2018年北京市房地产施工面积12,962.9万平方米，同比增长2.8%，新开工面积2,321.1万平方米，同比下降6.2%；竣工面积1,557.9万平方米，同比增长6.2%。土地市场方面，据CRIC研究中心数据显示，2018年北京市商品住宅用地成交52宗，以“限竞房”为主，“共有产权房”为辅，成交用地面积351万平方米，同比下降38%；成交总价1,467亿元，同比下降39%；溢价率17%，同比下降35个百分点。成交量方面，据CRIC研究中心数据显示，2018年北京市商品住宅成交面积412万平方米，同比下降14.6%；商品住宅成交金额2,015亿元，同比下降4.71%，成交面积和金额均为近三年来最低。

2017年3月17日，北京市住建委、市规划国土委、市住房公积金中心、市银监局、人民银行营业管理部联合举行新闻发布会，北京楼市调控进一步升级。政策规定居民家庭名下在本市已拥有1套住房，以及在本市无住房但有商业性住房贷款记录或公积金贷款住房贷款记录的，购买普通自住房的首付款比例不低于60%，购买非普通自住房的首付款比例不低于80%。暂停发放贷款期限25年以上的个人住房贷款。2017年4月，北京市发布《北京市2017~2021年及2017年度住宅

用地供应计划》，明确未来5年内将建立租购并举的住房制度，优化住宅供应结构。2017年9月，北京市住建委会同有关部门联合发布《北京市共有产权住房管理暂行办法》，共有产权住房是政府与购房人按份共有产权的政策性商品住房。2018年6月15日，北京市住房和城乡建设委员会正式发布实施《关于发展租赁型职工集体宿舍的意见（试行）》；2018年9月，北京市公积金贷款政策有所变化，公积金贷款将与缴存年限挂钩，每缴存一年可贷10万元。

总体看，北京市房地产调控政策趋于长期化，住有所居成为新的发展目标，可能会对房地产企业的销售以及现金流回笼造成一定的影响。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是一家以房地产开发经营为主的综合性房地产企业，贯彻“以北京为中心，以轨道交通为依托”的发展战略，专注于轨道上盖建筑的开发建设。

（1）技术优势

轨道交通属于城市公共交通业，是一种独立运行的有轨交通系统，提供了资源集约利用、环境舒适、安全快捷的大容量运输服务，而衍生的轨道交通上盖物业符合国家关于节约集约用地的精神。但轨道沿线物业与普通住宅开发存在明显的不同，尤其是地铁车辆段上盖物业在开发和施工上存在较大的复杂性和较高的安全性要求，公司作为全国唯一一家设立过轨道物业技术研究中心的房地产上市公司，在轨道上盖物业具有一定的技术优势，在无缝对接、无障碍通道、减震、防噪音等方面具有一定的技术优势。公司凭借该技术优势，积极推进北京地区、环京区域以及京外轨道物业项目的拓展工作。

（2）土地储备

近年来，公司与股东组成投标联合体，从土地一级市场获取质量优良的地铁上盖及轨道沿线土地。公司子公司北京京投置地房地产有限公司（以下简称“京投置地”）具有二级房地产开发资质；公司子公司北京京投银泰尚德置业有限公司（以下简称“尚德置业”）具有一级房地产开发资质。公司已获储备土地大部分紧密依托于北京市轨道交通，具备优越的地理区域优势，公司凭借独有的轨道交通开发优势以较为合理的价格获取储备土地，不但增强了公司的抗风险能力，也为公司后续可持续发展夯实了基础，为后续拓展盈利空间、实现经营利润最大化提供了保障。

（3）股东支持

京投公司是北京市内唯一负责轨道交通类基础设施建设项目的投资主体以及北京市基础设施建设最重要的投融资主体之一，主要负责北京市轨道交通建设的投融资及运营工作，同时推动轨道交通与沿线土地协同发展。2010年，公司与控股东京投公司形成了合作投资房地产项目的方案，即公司与京投公司组成联合体或其他合作方式参与开发地块的竞标，竞标成功后合资组建项目公司，京投公司为项目公司提供融资支持以支付部分或全部地价款；公司在资源获取、融资以及资金支持等方面获得了京投公司的大力支持。

总体看，公司依托股东的资金以及资源支持，在土地储备的获取上具备一定的区位和价格优势；同时，公司在主营的轨道上盖项目上具有一定的技术优势。

2. 人员素质

截至2019年3月底，公司董事、监事及高级管理人员等共计15人。公司高管均有丰富的行业经验和管理经验，充分了解行业的整体状况和公司的运营发展。

董事长魏怡女士，2011年10月至2015年12月，任北京市延庆县政府副县长（副局长）；2015年12月至2016年10月，任北京市延庆区政府副区长；2016年10月至今，任北京市基础设施投资有限公司副总经理。2018年12月至今，任公司法定代表人、董事长。

总裁高一轩先生（曾用名“高轩”），2006年6月至12月，任美国规划协会项目官员；2007年1月至10月，任美国规划协会驻华副总代表；2007年11月至2008年5月，任中国银泰投资有限公司前期部项目经理；2008年5月至2009年9月，任公司投资部高级经理、总经理；2009年9月至2014年8月，任公司副总裁；2014年8月至2015年7月，任公司执行总裁；2015年7月至今，任公司副董事长兼总裁。

截至2019年3月底，公司员工总数632人。从岗位构成来看，销售人员73人，占员工总数的11.55%；财务人员49人，占员工总数的7.75%；技术人员307人，占员工总数的48.58%；行政人员92人，占员工总数的14.56%；其他人员111人，占17.56%。从文化素质来看，硕士及以上学历95人，占员工总数的15.03%；本科学历303人，占员工总数的47.94%；专科及以下学历234人，占员工总数的37.03%。

总体看，公司主要管理人员从业时间较长，管理经验较为丰富，公司员工学历构成较合理，能够满足目前经营需要。

五、公司管理

1. 治理结构

公司建立了较为完善的法人治理结构，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了科学有效的职责分工和制衡机制，建立了由股东大会、董事会、监事会、经理层等组成的法人治理结构。

股东大会是公司的最高权力机构，依法行使公司经营方针、投资、发行债券和利润分配等重大事项的表决权。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由9名董事组成，其中独立董事3名，设董事长1人，副董事长1人。董事会对股东大会负责，主要职责包括执行股东大会的决定、决定公司的经营计划和投资方案、制订公司的利润分配方案等。

公司设监事会，监事会由3名监事组成，其中1名由公司职工代表担任。监事会设主席1人，由全体监事过半数选举产生。监事负责对董事和高级管理人员执行公司职务的行为及公司财务进行监督。

公司设总裁1名，副总裁若干名，由董事会聘任或解聘，总裁对董事会负责，行使组织实施公司年度经营计划和投资方案等职权。

总体看，公司法人治理结构较完善。

2. 管理水平

公司根据《企业内部控制基本规范》、《上海证券交易所上市公司内部控制指引》等有关规则，制定了相应的内控制度，有效落实公司各职能部门专业系统风险管理和流程控制，提高公司经营效率和盈利水平。公司内控制度涉及环境控制、战略控制、业务控制、会计系统控制、计算机管理信息系统控制、信息传递控制、内部审计控制等多个方面。

公司各职能部门根据自身专业系统的特点和业务需要，制定各项业务管理规章、操作流程和岗位手册，以及针对各个风险点制定必要的控制程序等。业务制度所规定的业务控制主要包括项

目论证、项目策划、项目设计、项目采购、项目施工、项目销售及客户入住等。例如，公司拓展部负责建立市场、政策信息平台 and 土地资源信息库，负责根据公司战略拓展和获取新项目；运营中心负责组织拟定规划设计、市场营销、工程管理制度，牵头组织建立工程质量标准体系、规划设计、产品定位和项目策划的成果文件标准，同时编制、调整和监督实施项目总体开发计划等；成本管理部负责全面成本管理体系，建立和实施目标成本、动态成本和责任成本机制等。各部门有严格的报批程序，完善的内控体制。公司除业务控制以外，还制定了环境控制、战略控制、会计系统控制等多个方面。具体来讲，环境控制包括授权管理和人力资源管理；战略控制包括战略环境的分析和公司战略的选择；会计系统控制包括会计核算控制和财务管理控制，由财务部依据《会计法》、《企业会计准则》、《企业会计制度》、《企业财务通则》和《会计基础工作规范》等法律法规制定；公司设立审计部，受公司董事会或董事会审计委员会委派，对公司进行内部审计监督时，向公司董事会或董事会审计委员会负责并报告工作。

总体看，目前公司内部管理规范，内部控制水平较高。

六、经营分析

1. 经营概况

公司以轨道物业项目为核心，主营业务为房地产开发及经营等。2016~2018 年，公司分别实现营业收入 59.22 亿元、62.17 亿元和 79.75 亿元，收入逐年增长，年均复合增长率为 16.05%，主要系公司房地产项目结转规模有所增加所致；净利润分别为 7.46 亿元、9.47 亿元和 9.10 亿元，年均复合增长率为 10.44%，其中，2018 年净利润同比减少 3.91%，主要系主营业务毛利率下降以及税金及附加规模较大所致。

近年来，公司主营业务收入主要来自房产销售，收入占比均在 95% 以上。2016~2018 年，公司房产销售业务收入持续增长，主要系达到可竣工结转的项目规模有所增加所致；2018 年公司结转收入主要来自于北京琨御府项目、公园悦府项目和西华府项目。2016~2018 年，公司房产销售业务毛利率波动下降，2017 年毛利的增长主要系结转的琨御府住宅项目毛利率较高拉动整体毛利率上升所致，具体情况如下表所示。

表 5 2016~2018 年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元、%）

产品	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产销售	571,203.61	96.51	32.92	606,515.49	97.58	36.34	781,453.79	97.99	32.85
物业租赁	2,793.30	0.47	60.06	1,966.81	0.32	45.66	2,475.38	0.31	54.67
进出口贸易	15,312.87	2.59	2.00	11,181.79	1.80	1.60	11,122.43	1.39	1.96
旅游餐饮服务及其他	2,562.26	0.43	35.24	1,923.62	0.31	-0.72	2,410.28	0.30	27.21
合计	591,872.05	100.00	32.26	621,587.71	100.00	35.63	797,461.88	100.00	32.47

注：2017 年物业租赁收入的减少主要系华联房产恒泰大厦项目部分楼层改造装修所致；2017 年进出口贸易业务收入的减少主要系人民币汇率上升及外贸业务员年初离职所致。

资料来源：公司年报

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.82 亿元，同比下降 11.87%，主要系 2019 年 1 季度达到交付条件确认销售收入的项目规模较小所致；净利润为 2.00 亿元，同比增长 14.47%，主要系主要系 2019 年 1 季度琨御府项目人防车位对外出租实现收入 9,239 万元，同时，人防车位建造成本已摊入可售产品中，因此物业租赁收入及毛利变动较大所致。

总体看，房产销售是公司主要收入来源，近三年公司结转收入规模持续增长，整体毛利率处于较高水平。

2. 土地储备

近年来，公司贯彻“以北京为中心，以轨道交通为依托”的发展战略，积极推进北京地区、环京区域以及京外轨道物业项目和特色小镇的拓展工作。

2016年，公司（持股比例为50%）与北京中天颐信企业管理服务有限公司（持股比例为50%）组成的联合体中标北京市门头沟区潭柘寺镇三街区D3、D4地块预留产业用地开发建设及合作经营项目；2017年1月19日，全资子公司京投置地联合北京首都开发股份有限公司、保利（北京）房地产开发有限公司、北京龙湖天行置业有限公司、北京德俊置业有限公司，以联合体的形式以63.30亿元竞得了北京市门头沟区潭柘寺镇D地块；2018年1月4日，公司全资子公司京投置地获取密云檀营地块（即下表的锦悦府项目），持股比例为100%，成交价款为19.43亿元，建设用地面积为6.36万平方米，建筑面积23.80万平方米，且自持商品住房面积占该宗土地居住用途建筑面积的2%；2018年11月21日，京投置地与北京益达生投资有限公司组成的联合体获取了三河市YJ2018-005号国有建设用地使用权，持股比例为85%，成交价款为2.55亿元，建设用地面积为5.00万平方米，建筑面积15.00万平方米，容积率为1.0~3.0；2019年1月，公司全资子公司京投置地联合京投公司、北京郭公庄投资管理公司以联合体形式成功获取了2018年底挂牌出让的北京市丰台区地铁九号线郭公庄车辆段项目（三期）地块；同期，京投置地联合京投公司获取了海淀区地铁16号线北安河车辆段综合利用项目地块，两个地块项目总规划建筑面积约46.49万平方米。公司战略土地储备大幅增加，进一步夯实了公司在北京地区轨道交通车辆基地综合开发细分市场的地位。

截至2019年3月底，公司主要项目（包括在建、拟建、竣工以及前期项目）总占地面积188.71万平方米，总建筑面积430.37万平方米，剩余可售面积为238.21万平方米；除无锡公园悦府和锦悦府项目外，其他土地储备公司延续合作拿地的模式，土地获取成本相对合理，优势明显。

表6 截至2019年3月底公司主要项目及储备情况（单位：%、万平方米、亿元、元/平方米）

项目	位置	状况	权益	占地面积	总建筑面积	土地成交价	楼面价	剩余可售面积	持有土地及房产面积	
									土地	房产
公园悦府	北京昌平区	在建项目	51	25.94	62.82	47.00	7,481.69	21.79	12.44	30.14
琨御府	北京海淀区	竣工项目	51	15.91	39.50	46.50	11,772.15	13.33	6.94	17.22
西华府	北京丰台区	在建项目	50	23.32	66.48	33.51	5,040.61	6.95	6.34	18.07
新里程	北京房山区	竣工项目	80	7.78	17.66	9.22	5,218.57	0.02	0.01	0.03
檀香府	北京门头沟区	在建项目	51	23.62	45.00	42.00	10,246.40	27.15	20.19	38.47
无锡公园悦府	无锡惠山区	在建项目	100	24.16	47.04	0.72	152.08	32.74	20.04	39.03
璟悦府	北京市平谷区	在建项目	51	8.92	24.20	14.60	6,028.08	14.44	6.87	18.64
锦悦府	北京市密云区	在建项目	100	6.36	23.80	19.43	15,540.75	21.54	6.36	23.79
郭公庄三期项目	北京丰台区	拟建项目	70	5.67	16.23	37.20	22,915.15	16.23	5.67	16.23
北安河项目	北京海淀区	拟建项目	51	23.94	30.26	63.00	20,819.56	30.26	23.94	30.26
燕郊项目	三河市燕郊高新区	拟建项目	85	5.00	15.00	2.55	1,700.00	15.00	5.00	15.00
潭柘寺D地块项目	北京门头沟区	拟建项目	40	18.09	42.38	63.30	26,524.20	38.75	18.09	42.38
合计				188.71	430.37	--	--	238.21	131.90	289.27

注：1、无锡项目为公司收购项目，上表所列原始土地出让合同的成本价，因而较低；2、上述部分项目包括公租房、限价房，导致土地成交价偏低；3、锦悦府项目是规证面积，潭柘寺D地块项目为拿地公告建筑面积，其他项目为年报公告面积；4、无锡公园悦府为该项目的二期名称，下文如无特指，数据披露均为整个项目数据，含一期鸿墅。

资料来源：公司提供，联合评级整理

总体看，公司继续贯彻“以北京为中心，以轨道交通为依托”的发展战略，土地储备规模尚可，目前主要土地储备集中于北京地区，以合作方式进行开发，公司依托股东能够获取质量优良的地铁上盖优良土地；与销售均价相比，土地获取成本相对合理，优势明显。

3. 项目开发

项目开发方面，公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体；房产开发分自主开发和合作开发，多数项目为合作开发，目前开发项目以轨道物业项目为核心，且开发项目主要位于北京。截至2019年3月底，公司共有从事房地产开发业务的控股公司12家，其中有9家注册地在北京，主营业务收入中北京地区占90%以上。具体情况如下表所示。

表7 截至2019年3月底公司从事房地产开发公司控股子公司情况（单位：%、万元）

序号	公司名称	持股比例	主要经营范围	注册资本	注册地
1	北京京投万科房地产开发有限公司	80	房地产开发经营	40,000.00	北京
2	北京京投置地房地产有限公司	100	房地产开发经营	500,000.00	北京
3	无锡惠澄实业发展有限公司	100	房地产开发经营	12,000.00	无锡
4	北京京投银泰尚德置业有限公司	51	房地产开发经营	10,000.00	北京
5	北京京投兴业置业有限公司	51	房地产开发经营	10,000.00	北京
6	北京京投银泰置业有限公司	50	房地产开发经营	10,000.00	北京
7	北京潭拓投资发展有限公司	100	房地产开发经营	41,000.00	北京
8	北京京投瀛德置业有限公司	51	房地产开发经营	5,000.00	北京
9	北京京投兴檀房地产开发有限公司	100	房地产开发经营	5,000.00	北京
10	宁波华联房地产开发有限公司	100	房地产开发经营	2,000.00	宁波
11	北京京投兴平置业有限公司	51	房地产开发经营	5,000.00	北京
12	三河市京投发展致远房地产开发有限公司	85	房地产开发经营	5,000.00	三河
13	北京京投丰德房地产有限公司	70	房地产开发经营	2,000.00	北京
14	北京京投兴海房地产有限公司	51	房地产开发经营	10,000.00	北京

资料来源：公司提供，联合评级整理

在建及拟建项目方面，截至2019年3月底，公司主要土地储备集中于北京地区，公园悦府、琨御府、西华府、北安河项目属于地铁上盖物业项目，预计投资均超过了80亿元，体量较大。截至2019年3月底，公司主要项目预计总投资808.19亿元，已累计投资593.93亿元，尚需投资额214.26亿元，具体情况如下表。

表8 截至2019年3月底公司开发投资情况（单位：万平方米、亿元、%）

项目	权益占地面积	规划建筑面积	建设情况				项目完工情况	进度
			预计总投资	2018年投资额	2019年1季度投资额	截至2019年3月底累计投资		
公园悦府	13.23	62.82	118.79	9.40	1.38	103.37	在建项目	87
琨御府	8.11	39.50	99.29	4.34	0.38	95.13	竣工项目	96
西华府	11.66	66.48	84.36	4.18	0.03	75.35	在建项目	89
檀香府	12.04	45.00	93.73	7.81	2.18	80.44	在建项目	86
璟悦府	4.55	24.20	34.60	3.61	0.74	23.55	在建项目	68
锦悦府	6.36	23.80	38.98	22.99	0.58	23.58	在建项目	60
三河·燕郊项目	4.25	15.00	18.90	2.74	0.06	2.80	拟建项目	15
郭公庄三期项目	3.97	16.23	59.41	--	37.20	37.20	拟建项目	63

北安河项目	12.21	30.26	97.61	--	63.00	63.00	拟建项目	65
无锡公园悦府	24.16	47.04	23.91	2.80	0.76	14.02	在建项目	59
潭柘寺 D 地块项目	7.23	42.38	138.60	6.01	1.35	75.49	拟建项目	54
合计	107.78	412.71	808.19	63.88	107.67	593.93	--	--

注：无锡公园悦府为该项目的二期名称，下文如无特指，数据披露均为整个项目数据，含一期鸿墅
资料来源：公司提供

在上述位于北京的地铁上盖物业项目的开发建设过程中，公司获得了控股股东京投公司的大力支持。控股股东主要通过委托贷款方式给予公司融资支持，以缓解公司建设资金紧张的局面。截至 2018 年底，公司以委托贷款的形式从控股股东京投公司拆入资金合计为 142.98 亿元（其中 27.60 亿元年利率为 9.00%、37.36 亿元年利率为 9.60%、60.00 亿元年利率为 8.60%、17.22 亿元年利率为 8.00%、0.80 亿元年利率为 5.90%），未来公司在上述项目后续建设过程中有望继续获得京投公司的资金支持。同时，由于上述项目大多都是采用分期滚动开发的方式，随着项目所处的地铁周边及相关配套不断完善，预计项目实现的预售收入可观，或将有效缓解项目投资额大的局面。

总体看，公司目前房地产开发项目所需建设投资资金较大，但控股股东为公司提供的资金支持在一定程度上降低了开发建设的资金风险；大部分建设项目属于地铁上盖物业，采用滚动开发方式，经营风险较小。

4. 房产销售

2016~2018 年，公司签约销售面积分别为 20.04 万平方米、3.19 万平方米和 10.95 万平方米；销售金额分别为 78.23 亿元、7.38 亿元和 45.39 亿元，其中 2017 年大幅下滑主要系公司各项目开发进度尚未达到可预售条件所致；2017 年签约销售均价为 2.32 万元/平方米，同比下降 40.51%，主要系主要销售区域分布不同所致。2018 年，随着璟悦府项目和公园悦府项目在年初开盘销售，全年签约销售面积和销售额较上年增长较大；签约销售均价为 4.15 万元/平方米，同比增长 78.88%。截至 2019 年 3 月底，公司剩余可售面积 238.21 万平方米，考虑到近年来公司的销售规模，剩余可售面积较充裕。公司剩余可售项目主要位于北京地区，公司未来销售情况受北京市房地产调控政策影响较大。根据公司经营计划，公司 2019 年计划签约销售额为 76.80 亿元。

表 9 2016~2018 年公司主要项目销售情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	地点	销售面积			销售金额		
		2016 年	2017 年	2018 年	2016 年	2017 年	2018 年
公园悦府	北京昌平区	3.29	0.43	5.38	6.51	0.34	29.59
琨御府	北京海淀区	6.42	0.62	0.23	35.41	2.75	1.15
西华府	北京丰台区	5.41	0.06	--	19.60	0.28	--
金域公园	北京房山区	0.24	0.25	--	0.77	0.12	--
檀香府	北京门头沟区	3.59	0.74	0.25	14.74	2.75	1.28
新里程	北京房山区	0.11	--	--	0.34	--	--
无锡鸿墅	无锡惠山区	0.98	1.09	1.28	0.86	1.14	1.05
璟悦府	北京平谷区	--	--	3.81	--	--	12.32
合计	--	20.04	3.19	10.95	78.23	7.38	45.39

资料来源：公司提供

总体看，公司在售项目多集中分布在北京地区，签约销售金额及面积受调控政策影响较大，

近三年签约销售金额波动下降；公司剩余可售面积较充裕，未来随着项目陆续达到预售节点，公司签约销售规模有望增长。

5. 经营效率

2016~2018年，公司存货周转次数分别为0.18次、0.19次和0.26次；总资产周转次数分别为0.21次、0.22次和0.27次；流动资产周转次数为0.22次、0.25次和0.32次。上述指标均呈现增长态势，主要系结转收入规模逐年增长所致。

总体看，公司经营效率尚可。

6. 关联交易

公司关联交易中体量较大的为关联方资金拆借以及关联方担保，日常关联交易不多，具体如下：（1）2016~2018年底，公司以委托借款的形式从控股股东京投公司方拆入资金余额分别为105.91亿元、116.54亿元和142.98亿元，用于合作开发项目及补充公司流动资金，委托贷款利率不超过12%，具体利率由双方参照市场利率协商确定；2016~2018年，公司分别向京投公司支付利息12.17亿元、10.30亿元和12.24亿元。（2）公司与京投公司签署了相关协议，担保协议约定京投公司收取相关担保费用，担保费以公司债券未偿还债券票面金额为基数，年费率为1%，“14京银债”以及“18京发01”均由京投公司提供担保。

总体看，公司关联方资金往来及担保规模较大，但体现了控股股东对公司的支持。

7. 重大事项

公司对参股的鄂尔多斯市京投银泰房地产开发有限责任公司（以下简称“鄂尔多斯项目公司”）提供借款余额11.22亿元，借款年利率为4.90%，由于该项目公司房产销售困难，公司于2016年、2017年以及2018年均对鄂尔多斯项目公司涉及的借款计提了资产减值准备，截至2018年底累计计提减值准备3.40亿元。针对该项风险，公司从2015年1月1日起暂停确认对鄂尔多斯项目公司借款利息收入并已将此项目停工作为土地储备，避免加大资金占用，等待市场时机。

总体看，公司参股的鄂尔多斯项目因销售困难而持续处于停工状态，公司为项目公司提供的借款规模较大，虽已计提部分减值准备，但仍面临进一步减值的风险。

8. 经营关注

（1）房地产市场波动和政策变动的风险

公司房地产开发业务销售收入主要来自北京和无锡，其中北京地区销售收入占公司营业总收入的90%以上，北京市房地产调控政策较为严格，且随着房地产行业市场结构的调整变化，大中型房企均向一、二线城市回归，北京市内土地供应存量减少、节奏放缓、竞价上涨，市场竞争愈加激烈，公司在北京获取土地资源的难度加大。

（2）轨道物业发展的局限性

目前北京城市核心区域轨道交通建设较为发达，未来新推出的潜在轨道物业项目位置可能渐渐远离城市中心区，土地增值空间减小，且项目推出的时间不确定、不规律、不连续，使得公司项目规划和利润筹划有更大难度。

（3）项目尚需投资规模较大，公司面临资本支出压力

公司未完工项目剩余投资规模较大，且融资方式依赖股东借款，借款金额大且利率水平较高，公司面临一定的资本支出压力。

(4) 参股项目仍处于停工状态，资产减值风险进一步加大

公司参股的鄂尔多斯项目仍处于停工状态，公司为项目公司提供的借款进一步计提减值，截至 2018 年底，公司为鄂尔多斯项目公司提供借款余额 11.22 亿元，累计计提减值准备 3.40 亿元，公司仍面临较大的资产减值风险。

9. 未来发展

鉴于近两年房地产行业格局的变化及北京首都功能定位的明确，为更好地引领公司业务向全国拓展，支持公司可持续发展，实现“亚洲轨道物业专家”愿景，2018 年，公司提出“植根北京，茂盛全国”发展理念，重点落实快周转和控成本的主题工作。在“以北京为中心，以轨道交通为依托”的发展战略导向下，公司将调整优化资产结构，着力开发北京地区轨道物业，打造轨道物业专业开发核心竞争力。

总体看，公司战略清晰，发展目标符合自身资源优势。

七、财务分析

公司 2016~2018 年的财务报表已经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；2019 年 1~3 月财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订）、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 42 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定的披露规定编制。公司近三年合并范围变化小，对财务数据可比性影响小，公司财务数据具有可比性。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 318.68 亿元，负债合计 272.52 亿元，所有者权益（含少数股东权益）46.15 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 25.63 亿元。2018 年，公司实现营业收入 79.75 亿元，净利润（含少数股东损益）9.10 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 3.58 亿元；经营活动现金流量净额为 1.47 亿元，现金及现金等价物净增加额为 20.23 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 410.05 亿元，负债合计 360.72 亿元，所有者权益（含少数股东权益）49.33 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 27.31 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.82 亿元，净利润（含少数股东损益）2.00 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 0.53 亿元；经营活动现金流量净额为-4.73 亿元，现金及现金等价物净增加额为-5.98 亿元。

1. 资产质量

2016~2018 年，公司资产总额波动增长，年均复合增长 5.23%。截至 2018 年底，公司合并资产总额为 318.68 亿元，较年初增长 14.37%，主要系流动资产的增加所致；其中，流动资产占比 82.68%，非流动资产占比 17.32%，以流动资产为主。

(1) 流动资产

2016~2018 年，公司流动资产呈波动减少态势，年均复合减少 0.84%。截至 2018 年底，公司流动资产 263.49 亿元，较年初增长 15.17%，主要系货币资金、应收账款、存货的增长所致；主要由货币资金（占比 11.80%）和存货（占比 80.22%）构成。

2016~2018 年，公司货币资金年均复合增长 5.37%，呈波动增长态势。截至 2017 年底，公司货币资金为 10.85 亿元，较年初大幅下降 61.25%，主要系拿地等开发支出增加且销售回款大幅减少所致；截至 2018 年底，公司货币资金为 31.08 亿元，较年初大幅增长 185.56%，主要系房地产

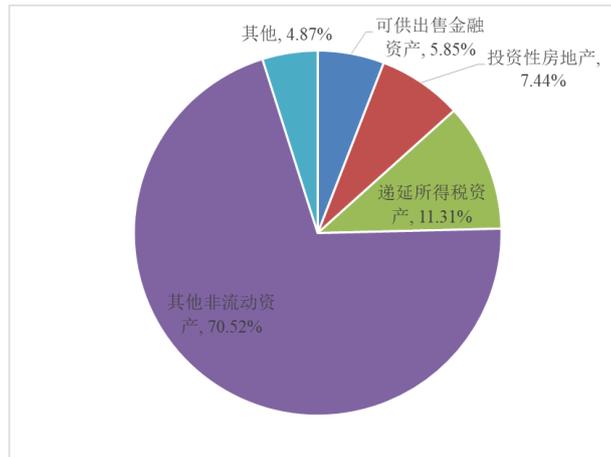
项目开盘，销售回款增加所致，公司货币资金中不存在抵押、质押、冻结等对使用有限制的款项。

2016~2018 年，公司存货账面价值年均复合减少 1.08%，基本保持稳定。截至 2018 年底，公司存货账面价值 211.36 亿元，较年初增长 3.07%，主要由开发成本（占比 78.96%）和开发产品（占比 21.03%）构成；从计提跌价准备情况来看，2015 年受无锡房地产市场低迷影响，公司对无锡鸿墅项目计提存货跌价准备 1.57 亿元，2016~2017 年，随着该项目部分结转收入，公司分别转销存货跌价准备 0.46 亿元和 0.31 亿元，2018 年无锡公园悦府项目（一期鸿墅）部分结转收入，转销存货跌价准备 0.37 亿元，经减值测试转回存货跌价准备 0.42 亿元。考虑到公司开发项目中北京区域项目占比较高，房地产调控政策可能对公司存货去化情况造成一定的影响。

（2）非流动资产

2016~2018 年，公司非流动资产年均复合增长率为 66.89%，呈逐年增长态势。截至 2018 年底，公司非流动资产 55.19 亿元，较年初增长 10.72%，主要系投资性房地产和递延所得税资产的增加所致；主要由可供出售金融资产（占比 5.85%）、投资性房地产（占比 7.44%）、递延所得税资产（占比 11.31%）和其他非流动资产（占比 70.52%）构成。

图 7 截至 2018 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司年报

2016~2018 年，公司可供出售金融资产呈波动增长态势，年均复合增长 4.81%。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产为 3.31 亿元，较年初增加 12.65%，主要系公司以有限合伙人的身份增加对有限合伙企业出资额所致。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产为 3.23 亿元，较年初减少 2.48%。

公司投资性房地产采用成本法方式计量。2016~2018 年，公司投资性房地产年均复合增长 37.12%，呈波动增长态势。截至 2017 年底，公司投资性房地产为 2.09 亿元，较年初减少 4.48%；截至 2018 年底，公司投资性房地产为 4.11 亿元，较年初增长 96.84%，主要系琨御府项目完工开发产品出租转投资性房地产所致。

2016~2018 年，公司递延所得税资产年均复合增长率为 30.11%，呈波动增长态势。截至 2017 年底，公司递延所得税资产为 3.48 亿元，较年初减少 5.73%；截至 2018 年底，公司递延所得税资产为 6.24 亿元，较年初增长 79.58%，主要系存货计税基础不同产生的暂时性差异所致。

2016~2018 年，公司其他非流动资产年均复合增长 112.25%，呈持续增长态势，主要系往来资金拆借的增加所致。截至 2017 年底，公司其他非流动资产为 38.39 亿元，较年初大幅增长 344.39%，主要系公司于 2017 年以联合体形式获取潭柘寺镇 D 地块 40% 的股权，向成立的项目公司北京潭

栢兴业房地产开发有限公司支付土地价款及前期费用 26.44 亿元所致；截至 2018 年底，公司其他非流动资产为 38.92 亿元，较年初增长 1.37%，变化不大。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 86.52 亿元，占总资产比重为 27.15%，受限比例一般。其中，受限的存货为 84.35 亿元、受限的固定资产为 0.30 亿元、受限的投资性房地产为 1.21 亿元、受限的长期股权投资为 0.66 亿元，受限原因主要为借款抵、质押。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 410.05 亿元，较年初增长 28.67%，主要系流动资产的增长所致。其中，公司流动资产为 353.02 亿元，较年初增长 33.98%，主要系对项目的持续投入使得存货增加所致；公司非流动资产为 57.04 亿元，较年初增加 3.35%，基本保持稳定。

总体看，公司资产结构以流动资产为主，其中以房地产项目开发成本为主的存货占比大，短期内，限购限售限价等政策可能对公司存货去化造成一定的影响；非流动资产以其他非流动资产为主，后续需要持续的开发投入，但未来可为公司提供一定的现金和投资收益支撑。此外，公司受限资产占比一般，整体资产质量较好。

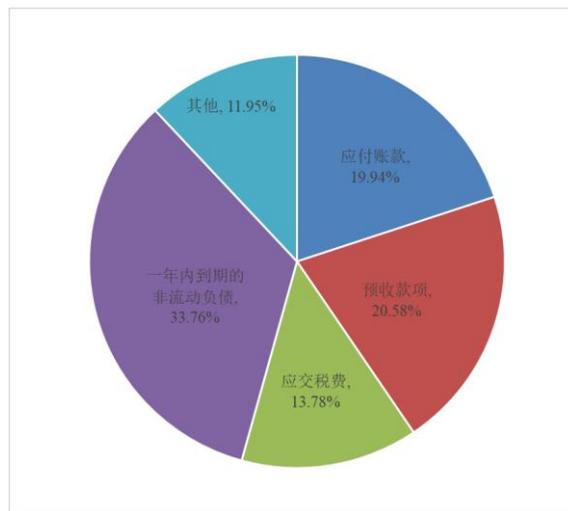
2. 负债及所有者权益

(1) 负债

2016~2018 年，公司负债年均复合增长 3.78%，呈波动增长态势。截至 2018 年底，公司负债合计 272.52 亿元，较年初增长 15.42%，主要系非流动负债的增加所致；其中，流动负债 95.24 亿元（占 34.95%）、非流动负债 177.28 亿元（占比 65.05%），以非流动负债为主。

2016~2018 年，公司流动负债年均复合减少 23.92%，呈持续下降态势，主要系预收款项的减少所致。截至 2018 年底，公司流动负债 95.24 亿元，较年初减少 30.89%，主要系预收款项和一年内到期的非流动负债的减少所致；主要由应付账款（占比 19.94%）、预收款项（占比 20.58%）、应交税费（占比 13.78%）和一年内到期的非流动负债（占比 33.76%）构成。

图 8 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2016~2018 年，公司应付账款年均复合增长 33.72%，呈持续增长态势，主要系应付工程款增加所致。截至 2018 年底，公司应付账款为 18.99 亿元，较年初增长 67.13%，主要由应付工程款构成。

2016~2018 年，公司预收款项年均复合下降 50.45%，呈持续下降态势，主要系房地产项目实

现销售结转所致。截至 2018 年底，公司预收账款为 19.60 亿元，较年初减少 54.24%，主要系结转销售收入规模较大所致。

2016~2018 年，公司应交税费呈持续增长态势，年均复合增长 59.90%。截至 2018 年底，公司应交税费为 13.12 亿元，较年初增长 144.22%，主要系房地产项目实现销售结转，土地增值税计提增加所致。

2016~2018 年，公司一年内到期的非流动负债年均复合下降 25.07%，呈波动减少态势。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 32.15 亿元，较年初减少 52.73%，主要系一年内到期的长期借款减少所致。

2016~2018 年，公司非流动负债年均复合增长率为 41.52%，呈持续增长态势，主要系长期借款增加所致。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 177.28 亿元，较年初增长 80.31%，主要由长期借款（占比 86.87%）和应付债券（占比 11.23%）构成。

2016~2018 年，公司长期借款年均复合增长 61.21%，呈持续增长态势。截至 2018 年底，公司长期借款为 154.00 亿元，较年初增长 114.88%，主要系项目开发规模扩大、融资需求增长所致；其中，质押借款（占比 58.95%）和信用借款（占比 33.90%）均来自于京投公司的委托贷款；从到期期限来看，截至 2018 年底，公司 1~2 年内到期的长期借款占比 66.24%；2~3 年内到期的长期借款占比 10.51%；3~4 年内到期的长期借款占比 23.21%；4~5 年内到期的长期借款占比 0.04%，公司存在一定的长期借款集中偿付压力。

2016~2018 年，公司应付债券年均复合减少 15.13%，呈持续减少态势。截至 2018 年底，公司应付债券为 19.92 亿元，较年初减少 0.08%，系公司应付债券期末余额重新分类至一年内到期的非流动负债所致。

2016~2018 年，公司全部债务分别为 149.46 亿元、168.69 亿元和 209.06 亿元，年均复合增长 18.27%，呈逐年增长态势。截至 2018 年底，公司全部债务较年初增长 23.02%，主要系长期债务的增加所致；其中，长期债务占比 83.19%，短期债务占比 16.81%，以长期债务为主，债务结构较为合理；2016~2018 年，公司资产负债率分别为 87.94%、84.74%和 85.52%，全部债务资本化比率分别为 81.15%、79.97%和 81.92%，长期债务资本化比率分别为 71.46%、69.43%和 79.03%，上述指标均处于较高水平。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 360.72 亿元，较年初增长 32.36%，主要系长期借款增加所致；其中，流动负债 76.22 亿元（占 34.95%）、非流动负债 284.49 亿元（占 65.05%）。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 299.71 亿元，较年初增长 43.36%；其中，短期债务 18.66 亿元，较年初下降 46.90%，主要系公司于 2019 年 3 月兑付“16 京泰 01”所致；长期债务 281.05 亿元，较年初增长 61.60%。截至 2019 年 3 月底，随着公司债务规模的增长，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 87.97%、85.87%和 85.07%，分别较年初增长 2.45 个百分点、3.95 个百分点和 6.04 个百分点，债务负担有所加重。但考虑到公司长期借款中股东借款占比较高，实际偿付压力可控。

总体看，公司整体债务负担较重，但考虑到长期借款中大股东借款占比较高，实际偿付压力尚可；同时，公司短期债务占比有所下降，债务结构有所改善。

（2）所有者权益

2016~2018 年，公司所有者权益年均复合增长率为 15.31%，主要系少数股东权益增长所致。截至 2017 年底，公司所有者权益为 42.52 亿元，较年初增长 22.48%，主要系房地产项目销售结转使得子公司北京京投银泰置业有限公司及北京京投兴业置业有限公司归属于少数股东的权益增加所

致；截至2018年底，公司所有者权益为46.15亿元，较年初增长8.56%，主要系未分配利润和少数股东权益增加所致，其中，归属于母公司所有者权益25.63亿元，占比为55.54%。归属于母公司所有者权益中，股本占比28.90%，资本公积占比12.79%，未分配利润占比53.13%，盈余公积占比5.10%，未分配利润占比较大，公司权益稳定性一般。

截至2019年3月底，公司所有者权益49.33亿元，较年初增加6.89%，主要系其他综合收益和少数股东权益增长所致；权益结构较年初变动不大，公司所有者权益结构稳定性仍属一般。

总体看，归属母公司所有者权益中未分配利润占比较高；此外，少数股东权益在所有者权益中占有较高比例，公司所有者权益稳定性一般。

3. 盈利能力

2016~2018年，公司分别实现营业收入59.22亿元、62.17亿元和79.75亿元，年均复合增长16.05%，呈持续增长态势，主要系公司房地产项目结转规模增加所致；净利润分别为7.46亿元、9.47亿元和9.10亿元，年均复合增长10.44%，其中，2018年净利润同比减少3.91%，主要系主要系主营业务毛利率下降以及税金及附加规模较大所致。

期间费用方面，2016~2018年，公司期间费用总额分别为3.33亿元、4.03亿元和4.67亿元。2016~2018年，公司销售费用基本保持稳定，年均复合增长0.97%；管理费用年均复合增长16.39%，呈逐年增长态势，主要系公司规模进一步扩大使得管理人员增加、为获取新项目储备人才以及公司可研阶段咨询费用增加所致；财务费用分别为0.71亿元、1.54亿元和1.52亿元，占期间费用的比重分别为21.29%、38.28%和32.50%，公司财务费用占比一般。

从各项盈利指标看，2016~2018年，公司营业利润率分别为24.37%、29.90%和20.87%，呈波动减少态势，其中2018年下降幅度较大，主要系税金及附加规模较大所致；总资产报酬率分别为4.52%、5.98%和5.50%，总资本收益率分别为4.97%、6.47%和5.46%，均呈波动上升态势。2016~2018年，公司净资产收益率分别为23.76%、24.52%和20.52%，呈波动下降态势。

2019年1~3月，公司实现营业收入8.82亿元，同比下降11.97%，主要系2019年符合交付条件确认收入比去年同期减少所致；同期，公司实现净利润2.00亿元，同比增长14.47%，主要系2019年1季度琨御府项目人防车位对外出租实现收入9,239万元，同时，人防车位建造成本已摊入可售产品中，因此物业租赁收入及毛利变动较大所致，其中归属于母公司所有者的净利润为0.53亿元。

总体看，公司营业收入受房地产项目结转影响有所上升，且结转项目毛利率较高，盈利能力有所下降。

4. 现金流

从经营活动来看，2016~2018年，公司经营活动现金流入分别为88.41亿元、29.08亿元和58.81亿元，年均复合下降18.44%，其中2017年大幅下滑主要系公司各项目开发进度尚未达到可预售条件使得签约销售规模下降所致，但其规模远大于当年签约销售额主要系部分2016年签约项目于2017年收到房款，以及部分预售项目于2017年封顶收到按揭放款的共同影响所致，2018年现金流入大幅增长，主要系新项目开盘使得销售房产所收现金的增加以及代收代付客户契税及专项维修基金等的增加所致；经营活动现金流出分别为37.86亿元、30.94亿元和57.35亿元，年均复合增长23.08%，主要系公司项目开发建设进度节奏的不同所致。综上，近三年公司经营活动现金流量净额分别为50.55亿元、-1.87亿元和1.47亿元。

从投资活动情况来看，2016~2018年，公司投资活动现金流入分别为4.08亿元、14.97亿元和

5.05 亿元，呈现波动增长态势，其中 2017 年大幅增长主要系公司进行短期保本投资理财资金收回以及收回对合作项目拆借资金的共同影响所致，2018 年投资活动现金流入较上年同期减少 66.27%，主要系收回委托理财金额的减少以及本期并未产生因收回拆借资金和利息的投资收益所致；投资活动现金流出分别为 9.14 亿元、35.09 亿元和 8.87 亿元，呈波动减少态势，其中 2017 年大幅增长主要系公司对潭柘寺镇 D 地块的项目公司支付土地款及前期费用 26.44 亿元所致，2018 年较上年同期大幅减少，主要系本期对外拆借资金的投资支出减少所致，受上述因素的影响，2016~2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-5.05 亿元、-20.13 亿元和-3.82 亿元，2018 年投资活动产生的现金净流出有所缩减。

从筹资活动情况看，2016~2018 年，公司筹资活动现金流入分别为 94.01 亿元、89.90 亿元和 119.74 亿元，年均复合增长率为 12.86%，融资渠道主要为股东借款；公司筹资活动现金流出分别为 132.66 亿元、85.05 亿元和 97.15 亿元，年均复合减少 14.43%，主要系债务到期偿付时间差异所致。2016~2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-38.65 亿元、4.84 亿元和 22.59 亿元，2018 年筹资活动产生的现金流净流入规模较大。

2019 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-4.73 亿元（上年同期为-14.22 亿元），主要系公园悦府、琨御府项目结转收入，土地增值税及增值税预缴税款较多所致；投资活动产生的现金流量净额为 7.32 亿元（上年同期为 4.58 亿元）；筹资活动产生的现金流量净额为-8.57 亿元（上年同期为 15.06 亿元），主要系公司偿还债务的增加所致。

总体看，公司经营活动现金流净额受项目销售进度的影响较大；投资活动现金流受合作开发项目支付的土地价款等因素影响呈净流出状态，预计未来建设投资需求将进一步扩大；同时，考虑公司储备项目大多为轨道交通上盖物业类项目，所需资金量较大，公司对外部筹资活动有一定的依赖。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016~2018 年底，公司流动比率分别为 1.63 倍、1.66 倍和 2.77 倍，呈逐年增长态势；速动比率分别为 0.32 倍、0.17 倍和 0.55 倍，呈波动增长态势，其中 2017 年底有所下滑主要系货币资金减少所致，2018 年由于销售回款的增加使得指标有所回升。2016~2018 年，公司现金短期债务比分别为 0.45 倍、0.15 倍和 0.88 倍，2017 年该指标迅速下滑，2018 年由于现金类资产的增加以及短期借款的减少指标大幅回升。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2016~2018 年，公司 EBITDA 分别为 12.96 亿元、17.15 亿元和 16.69 亿元，呈波动增长态势。2018 年，公司 EBITDA 构成中折旧占 1.00%、摊销占 0.59%、计入财务费用的利息支出占 21.93%、利润总额占比 76.48%，以利润总额为主。2016~2018 年，EBITDA 利息倍数分别为 0.90 倍、1.32 倍和 0.67 倍，EBITDA 对利息支出的保障程度较弱。2016~2018 年，EBITDA 全部债务比分别为 0.09 倍、0.10 倍和 0.08 倍。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2019年3月底，公司及控股子公司已获银行授信额度83.80亿元，已使用28.84亿元，剩余授信额度54.96亿元。

截至2019年3月底，公司不存在重大未决诉讼或仲裁事项。

截至2019年3月底，公司对外担保合计13.80亿元，全部为对上海礼仕酒店有限公司的担保；其中12.80亿元的担保期限为2017年1月23日至2027年1月22日，1.00亿元的担保期限为2018年6月8日至2021年7月10日。被担保方所经营的酒店位于上海市中心，酒店紧邻地铁，是凯悦酒店集团旗下全新品种酒店，目前酒店经营状况良好，年营业额约2.00亿元，或有负债风险不大。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（信用机构代码：G10330203000128408），截至2019年5月7日，公司不存在未结清的不良或关注类的信贷业务。根据相关金融机构出具的证明，公司已结清信贷业务中，从1999年到2002年共32笔不良类信贷记录，系公司合作的金融机构在数据批量导入人行数据库时误入所致，该机构已出具相关情况说明；从1997年到2009年共148笔关注类贷款，经核实均按时结清，不存在不良信贷记录；此外，公司2014年11月22日存在一笔欠息，根据公司反馈资料，该笔欠息主要是工作疏忽未能按时将利息转入付息账户所致。

总体看，公司偿债能力指标一般，但考虑到公司的股东背景、项目区位及成本、轨道上盖建筑技术方面仍具有较强的竞争优势，公司整体偿债能力很强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期债券的发行对目前债务的影响

截至2019年3月底，公司全部债务总额为209.06亿元，本期拟发行债券规模为不超过5亿元，占目前公司全部债务的2.40%，对公司债务规模影响有限。

以2019年3月底财务数据为基础，若募集资金总额为5亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为88.11%、86.07%和85.29%，较发债前分别提高0.14个百分点、0.20个百分点和0.22个百分点，债务负担略有加重，仍处于较高水平。考虑到公司本期债券的筹集资金拟用于偿还公司债券，因此公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率可能低于上述值。

2. 本期债券偿债能力分析

以2018年的相关财务数据为基础，公司EBITDA为16.69亿元，为本期债券发行额度（5亿元）的3.34倍，EBITDA对本期债券额度的覆盖程度较高。2018年，公司经营活动产生的现金流量为57.35亿元，为本期债券发行额度的11.47倍，对本期债券覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为京投公司的子公司能够获得较大的资金支持，在轨道物业项目开发方面技术水平较强，区域内综合竞争力较高；公司土地储备均价较为合理，盈利能力很强，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

本次债券由京投公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围为本次发行公司债券的本金、利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应付的合理费用。

京投公司承担保证责任的期间为本次债券存续期及公司债券到期日起二年；如本次债券分期发行，各期债券的保证期间应分别计算，分别为各期债券的存续期及各期债券到期日届满后两年止。如本次债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

2. 担保人概况

（1）京投公司概况

京投公司前身是成立于1976年的北京地铁公司（1984年更名为“北京市地下铁道总公司”），

成立时隶属于北京市公共交通总公司。2001年，在北京市地下铁道总公司的基础上改制并组建了北京地铁集团有限责任公司（简称“地铁集团”），改制后的地铁集团由北京市人民政府作为其唯一出资者。同时，地铁集团以投资的形式设立了北京地铁建设管理有限责任公司（简称“地铁建设公司”）和北京地铁运营有限责任公司（简称“地铁运营公司”）。2003年，根据北京市市委、市政府有关精神，地铁集团再次进行改制，更名组建北京市基础设施投资有限公司（于2004年根据“京国资函（2004）14号”正式更名并完成工商变更）。同时，将原地铁建设公司和地铁运营公司单独分立出来，成立北京市轨道交通建设管理有限公司和北京市地铁运营有限公司（简称“运营公司”）。在此次改制中，上述3家公司均改组为由北京市国资委出资设立的国有独资公司。其中，京投公司主要负责建设前期的投融资、地铁资产管理、地铁资源开发和后期的线路更新改造等投资工作。2011年，北京市国资委决定在不改变原管理体制的基础上，将运营公司纳入京投公司合并范围，并明确京投公司作为其出资人，但仍由北京市国资委行使出资人职责。后经过数次增资，截至2019年3月底，京投公司实收资本为1,530.16亿元，北京市国资委持有其100%股权，为其实际控制人。

截至2018年底，京投公司纳入合并范围的全资及控股二级子公司55家，较上年底增加4家。

截至2018年底，京投公司合并资产总额5,583.89亿元，负债合计3,494.73亿元，所有者权益（含少数股东权益）2,089.16亿元，其中归属于母公司所有者权益1,830.61亿元。2018年，京投公司实现营业收入189.08亿元，净利润（含少数股东权益）25.98亿元，其中归属于母公司所有者的净利润22.01亿元；经营活动产生的现金流量净额-54.86亿元，现金及现金等价物净增加额-12.96亿元。

截至2019年3月底，京投公司合并资产总额5,888.44亿元，负债合计3,714.52亿元，所有者权益（含少数股东权益）2,173.92亿元，其中归属于母公司所有者权益1,914.53亿元。2019年1~3月，京投公司实现营业收入43.23亿元，净利润（含少数股东权益）7.52亿元，其中归属于母公司所有者的净利润6.63亿元；经营活动产生的现金流量净额-68.67亿元，现金及现金等价物净增加额-29.35亿元。

（2）规模与竞争力

京投公司作为北京市轨道交通类基础设施建设项目的唯一投资运营主体，承担着为北京市轨道交通类基础设施建设和发展筹集资金的职能，并负责相关的运营管理，目前北京市地铁运营主要由运营公司负责。截至2019年3月末，京投公司已开发完工并投入运行的轨交线路共计22条（25段），较2017年末新增开通M6线西延线、M8线三期和M8线四期3段。上述项目涉及总投资3,706.63亿元，已开通的总长度为634.96公里，车站总数392座。其中：由京港地铁负责运营的线路为4号线、大兴线、14号线和16号线；委托北京市内其他国有企业运营的线路包括由北京市轨道交通运营管理有限公司（以下简称“轨交运营管理公司”）负责运营的燕房线，以及由北京公交有轨电车有限公司（以下简称“公交有轨电车公司”）负责运营的西郊线。除此之外，其他线路均由北京市地铁运营有限公司（以下简称“运营公司”）负责运营。

项目承接方面，作为北京市内唯一负责轨道交通类基础设施建设项目的开发主体，京投公司在轨道交通的投资和运营中有着举足轻重的地位。目前，京投公司已开发完成并投入运营的轨道交通路网运营线路共有25条，运营里程共计634.96公里。

财政补贴方面，北京市政府每年根据北京市地铁建设进度和当年财政预算拨付给京投公司财政专项资金和补贴，其中包含新线建设资本金、已运营线路的还本付息资金、既有线路的改造资金以及地铁运营补贴等。根据北京市发改委《关于轨道交通建设资金筹措有关事项的通知》（京

发改〔2013〕23号），决定2013~2035年轨道交通专项资金政策由每年100亿元调整为每年155亿元。2016年初，京投公司与北京市政府签署“授权经营协议”（ABO协议），将轨道交通建设专项资金、更新改造专项资金、运营补贴等政府性资金进行整合，统一纳入授权经营服务费，用来支撑京投公司的投资、建设、运营等整体服务。根据当期轨道交通建设规划和市财力承受水平，协议约定2016~2025年北京市政府每年向京投公司提供资金支持调整为295亿元，同时约定2026~2045年将按照总投资完成情况、利率水平、票制票价变化、新增调整事项等进行调整。近三年，政府专项资金每年足额、及时到位。京投公司每年收到的资金支持或以补贴的形式计入到营业外收入或其他收益科目，反映至当期损益，或增加京投公司实收资本。

总体看，京投公司作为北京市轨道交通类基础设施建设项目的唯一投资主体，在地铁运营、轨道交通建设等多方面受到补贴支持、资本金支持较大，且较为持续。

（3）经营分析

京投公司主营业务主要包括房地产开发、地铁票款收入、土地一级开发、广告服务、管道、融资租赁业务和商品销售业务等。近三年，京投公司营业收入逐年增长，年均复合增长9.95%，规模平稳增长，分别为156.41亿元、167.80亿元和189.08亿元；同期，主营业务收入亦持续增长，占营业收入比重分别为97.63%、98.25%和98.94%，主业十分突出。

分业务板块看，房地产开发和地铁票款收入是京投公司主要收入来源，近三年上述业务收入持续提高，占营业收入合计比重均超过75%，但票款的占比逐年下降；京投公司土地一级开发业务、管道业务、广告业务均为轨道交通配套业务，配套业务收入占比较小，其中土地开发业务受各区轨道交通地块出让速度影响收入规模有所波动，管道业务收入规模近三年波动下降，广告业务收入近三年有所提升；融资租赁收入近三年亦有所提升；商品销售收入主要为系统集成销售、少量进出口贸易收入，2017年商品销售收入9.72亿元，较上年大幅增长151.69%，主要系2017年合并范围内新增北京轨道交通技术装备集团有限公司¹（以下简称“装备集团”）后，新增轨道交通设备及其延伸产品收入所致，2018年商品销售收入9.37亿元，较上年同期变化不大；主营业务中其他业务包括咨询服务、饭店旅游服务等，对整体收入规模影响不大。

表10 2016~2018年京投公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016年			2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	57.12	36.52	32.91	60.65	36.15	36.34	78.15	41.33	32.86
票款	70.21	44.89	-17.72	71.12	42.38	-32.56	72.71	38.45	-49.29
土地一级开发	2.24	1.43	14.73	3.73	2.22	70.32	2.90	1.53	90.34
管道业务	3.50	2.24	40.86	2.59	1.54	48.04	2.64	1.40	43.18
广告服务	4.96	3.17	89.92	4.97	2.96	79.67	6.55	3.46	79.85
融资租赁	4.57	2.92	55.58	4.68	2.79	47.92	7.09	3.75	46.69
商品销售	3.87	2.47	-0.52	9.72	5.79	8.45	9.37	4.96	18.25
主营业务-其他	6.22	3.98	44.53	7.41	4.42	26.71	7.67	4.06	52.28
主营业务小计	152.69	97.62	11.70	164.87	98.25	7.13	187.08	98.94	4.20
其他	3.72	2.38	53.23	2.93	1.75	66.25	2.00	1.06	18.00
合计	156.41	100.00	12.69	167.80	100.00	8.16	189.08	100.00	4.35

资料来源：京投公司审计报告，联合评级整理

¹ 装备集团2017年末净资产35.58亿元，2017年实现净利润-1.10亿元。

从毛利率看，2016~2018年，京投公司房地产开发业务受各地块开发成本、销售均价等差异影响，有所波动，但相对稳定，受地铁准公共品特性、建设投资成本较高等影响，近三年票款业务持续处于亏损状态，毛利率持续为负；土地一级开发业务近三年呈持续上升态势，主要系该业务按照项目实际竣工节点确认收入，且入账方式有所不同，导致该业务的账面收入及毛利率各年波动较大；管道业务及融资租赁业务近三年毛利率均在40%以上，整体保持在较高水平；广告服务业务毛利率始终维持较高水平，受运维成本影响有所波动；商品销售业务近三年毛利率逐年上升，其中2016年为负，主要系2016年系统集成销售业务亏损所致，2017~2018年随着系统集成销售业务的好转，毛利率由负转正。受上述因素影响，京投公司主营业务毛利率近三年呈逐年下降趋势。

2019年1~3月，京投公司实现营业收入43.23亿元，较上年同期增长39.01%；实现净利润7.52亿元，较上年同期增长204.62%，主要系当期收入较高，同时投资收益增长所致。其中，归属于母公司所有者净利润为6.63亿元，较上年同期增长237.17%。

总体看，京投公司主业突出，房地产开发业务与地铁票款收入为京投公司最主要的收入来源，但票款业务持续亏损，拉低京投公司的综合毛利率；轨道交通配套业务毛利率较高，其中土地一级开发业务受收入确认模式等影响毛利率波动较大，其他业务整体对营业收入贡献相对较小。京投公司整体毛利率较低，主营业务盈利能力一般。

房地产开发业务

京投公司房地产开发业务由京投发展负责，具体见公司经营分析。

轨道交通建设运营

京投公司作为北京市轨道交通类基础设施建设项目的唯一投资运营主体，行使北京市国资委对基础设施的出资人代表职责，承担了北京市的轨道交通类基础设施投资职能。其中，京投公司本部主要作为轨道交通资产的投资人及业主方，而轨道交通线路的日常运营则由运营公司负责。

业务模式方面，京投公司对北京市轨道交通基础设施投资的开发模式主要包括两种：其一，京投公司按照市政府的要求参与北京市轨道交通基础设施建设项目的投融资、前期规划、建设监管、路网指挥以及资产管理等环节，使用政府提供的资本金及自筹资金共同投入项目开发，其中政府提供的资本金约占总投资的40%。项目建成后，京投公司委托运营公司负责运营。运营期间，政府每年提供一定的专项资金和补贴，包含线路建设的还本付息资金、更新改造资金以及地铁运营补贴等（京投公司与北京市政府签署ABO协议，约定2016~2025年，每年北京市政府向京投公司支付轨道交通建设专项资金、更新改造专项资金、运营补贴等295亿元）。其二，通过PPP特许经营的方式进行市场化运作，引入社会资本与政府资金共同投入项目开发。目前，采用该模式的主要包括地铁4号线（含大兴线）、14号线、16号线和新机场线，以上线路的B部分投资及后续运营由项目公司北京京港地铁有限公司（以下简称“京港地铁”）负责，该公司系由京投公司、北京首都创业集团有限公司及香港铁路有限公司分别出资2%、49%、49%共同组建。具体来看，PPP模式下的轨交项目分为A、B两部分资产，其中A部分为土建及隧道建设，由京投公司代表北京市政府出资；B部分为机电及车辆等。

从地铁运营情况来看，北京市轨道交通线路的客运量相对稳定，其运营票款收入受票价变动的较大影响。2015年之前，北京地铁实行联网一票制，票价为2元/人次，票款收入无法弥补运营成本，主要依靠北京市政府提供的运营补贴。北京市地铁在2014年12月底正式实施票价涨价方案，具体方案为：6公里（含）内3元；6~12公里（含）4元；12~22公里（含）5元；22~32公里（含）6元；32公里以上每加1元可乘坐20公里。近三年京投公司随线路开通增加，地铁运营

收入逐年稳步增长，年客运总量和日均客运量均有所提升，未来随在建拟建地铁线路开通运行，京投公司票款收入有望实现进一步增长。

表 11 近三年一期京投公司运营线路主要指标情况

年度	运营主体	票款收入	运行线路 总数(个)	运行线路 总长(公里)	年客运总 量	日均客运 量	最高单日客运 量
		(亿元含税)			(亿人次)	(万人次)	(万人次)
2016年	运营公司、京港地铁	70.23	19	574	36.59	999.82	1,270.00
2017年	运营公司、京港地铁	71.12	22	608	37.78	1,035.07	1,294.00
2018年	运营公司、京港地铁、 轨道运营、有轨电车	72.71	22	637	38.48	1,054.36	1,349.25
2019年1~3月	运营公司、京港地铁、 轨道运营、有轨电车	27.38	22	637	9.03	1,003.2	--

资料来源：京投公司提供

在建线路方面，截至 2019 年 3 月末，京投公司在建线路共计 18 条（段），在建线路规划总长度 394.7 公里，车站总数 140 座，规划总投资 3,212.03 亿元（不含待定线路），截至 2019 年 3 月末已完成投资 1,228.67 亿元，预计完工时间集中在 2019~2021 年之间。后续运营方面，目前已确定的后续运营主体包括运营公司、京港地铁以及城市铁建，其中以运营公司为主；暂未确定运营方的线路 9 条。

拟建线路方面，截至 2019 年 3 月末，京投公司拟建线路 3 条（段）。其中，11 号线（冬奥支线）规划总长度 3.6 公里，车站总数 4 座；新机场北延线规划总长度 3.5 公里，车站总数 1 座；13 号线扩能提升工程规划总长度待定，车站总数 33 座，其中新建 19 座。上述三个项目规划总投资、建设期均待定。

表 12 截至 2019 年 3 月底京投公司在建及拟建线路情况（单位：公里、个、亿元、年）

线路名称	起终点	运营主体	总长度	车站数	规划总投资	已投资	规划建设时间
M14 线剩余段	西局-右安门	京港地铁	47.30	5	445.09	352.59	2010~2021
S1 剩余段	金安桥-苹果园	运营公司	10.20	1	88.99	69.95	2010~2021
M16 线二期剩余段	二期（苏州街-西苑）	京港地铁	23.70	2	505.14	213.04	2013~2021
M16 线一期	一期（宛平-苏州街）	京港地铁	26.10	17			
M8 线三期剩余段	珠市口-中国美术馆	运营公司	17.36	3	182.59	122.01	2014~2021
新机场线一期	草桥-新机场	城市铁建	41.40	3	264.95	117.9	2015~2019
M12 线	四季青-管各庄西	暂未确定	29.60	20	332.78	51.47	2015~2021
M17 线	未来科技城北区-亦庄站前区南	暂未确定	49.70	20	435.29	62.69	2015~2022
M19 线一期	新宫-牡丹园	暂未确定	22.40	10	240.15	84.43	2015~2021
机场线西延	东直门-北新桥	运营公司	1.84	1	17.02	4.25	2015~2020
房山线延伸线	郭公庄-丰益桥南	运营公司	5.30	4	48.03	14.54	2015~2020
M7 线东延	焦化厂-环球影城	运营公司	16.60	8	153.7	59.64	2015~2019
M3 线一期	东四十条-曹各庄北	暂未确定	20.80	15	314	47.65	2015~2022
平谷线	东风北桥-洵河湾	暂未确定	54.30	12	待定	6.09	2017~2022
昌平线南延	西二旗-国家图书馆	暂未确定	12.60	7	126.26	13.31	2017~2021
八通线南延	土桥-环球影城	暂未确定	4.50	1	42.04	9.11	2017~2019
CBD 线	东大桥-九龙山	暂未确定	4.90	8	待定	0	2018~2022
燕房线支线	周口店-饶乐府	暂未确定	6.10	3	16	0	2017~2021

在建线路合计	--	--	394.70	140	3,212.03	1,228.67	--
13号线扩能提升工程	13A线起点为6号线车公庄站，终点至在建17号线的天通苑东地区。13B线起点为既有13号线东直门站，终点至16号线马连洼站	暂未确定	待定	19	待定	--	--
11号线(冬奥支线)	金顶街-首钢站	暂未确定	3.60	4	待定	--	--
新机场北延	草桥-丽泽商务区	暂未确定	3.50	1	待定	--	--
拟建线路合计	--	--	7.10	24	--	--	--

注：M14线剩余段、S1线剩余段、16号线二期剩余段和M8线三期剩余段在建线路包含了已运行部分的长度。其中部分线路为分段开通。

资料来源：京投公司提供

总体看，近年来京投公司轨道交通运营业务运营平稳，业务专营优势明显，北京市轨道交通建设后续投资规模仍较高，后续在轨道交通建设投资方面存在较高的资本支出压力。

土地一级开发业务

依托于丰富的轨道交通线路运营优势，京投公司在推动轨交沿线土地一级开发方面发挥了重要作用。京投公司土地一级开发业务主要由京投公司本部负责。

业务类型方面，京投公司进行一级开发的土地分为两大类，一是轨道交通沿线的土地，京投公司受北京市政府及各区县政府的委托及授权，对轨道交通沿线指定地块进行平整；二是轨道交通车辆段对应的上盖土地，即对地铁停靠、检查、整备、运用和修理的管理中心所在地对应的地上土地平整开发，目前该类土地的开发建设准入门槛较高。

开发模式方面，京投公司对以上两类土地的开发模式基本一致。具体来看，京投公司土地一级开发业务主要采取委托代开发的模式。京投公司接受北京市政府及各区县政府的委托及授权，获取相应地块的土地一级开发权后，由其垫付资金进行土地平整及配套设施建设。土地开发完成后，由该地块所在地的土地储备中心通过“招拍挂”程序出让。待土地成功上市交易后，北京市及各区县土储中心向京投公司返还全部土地开发成本，并按照土地开发成本的8%~12%左右向京投公司支付管理费。

会计处理方面，根据所签订的土地开发协议约定的不同，京投公司的土地一级开发业务账务处理有所不同：第一类，京投公司将垫付的开发成本计入存货核算，项目开发完成并实现出让或销售后，账面按照结算的开发成本加成8%~12%全额确认收入，同时结转成本；第二类，京投公司账面按照结算开发成本的8%~12%净额确认管理费收入，同时结转成本，入账方式下的账面成本仅包括项目管理服务所发生的相关费用，而京投公司所垫付的土地平整和配套设施建设所产生的支出则计入其他应收款，待实际收到回款时直接冲减该科目。土地一级开发业务账面均按照项目实际竣工节点确认收入，各个项目开发建设周期不一，加之账面按照所签订的开发协议约定的入账方式不同，该业务各年收入波动较大。

截至2019年3月底，京投公司已完工土地一级开发项目共计8块，全部位于北京市范围内，占地面积共计122.54万平方米，总投资176.33亿元，已回笼资金95.67亿元，回款情况尚可。

表13 截至2019年3月底京投公司已完工的土地一级开发项目（单位：万平方米、亿元）

序号	项目名称	位置	成交时间	出让	占地面积	总投资	已回笼资金
1	大兴四五六街项目	大兴	2016.2	挂牌	4.52	12.30	16.28

2	潭柘寺 D 地块（主体开发）	门头沟	2017.1	挂牌	18.08	30.00	20.67
3	亚林西 7 号地	丰台	2017.7	挂牌	6.56	36.10	28.10
4	檀营 B2 地块	密云	2017.3	挂牌	8.39	7.71	6.03
5	檀营 B3 地块	密云	2018.1	挂牌	9.43	8.33	5.24
6	亚林西公租房用地	丰台	2017.7	划拨	7.80	3.43	3.30
7	海户西城对接地块	大兴	2017.12	其他	36.26	25.80	--
8	北安河车辆段项目	海淀	2019.1	招标	31.50	52.66	16.05
合计					122.54	176.33	95.67

资料来源：京投公司提供

在建、拟建项目方面，截至 2019 年 3 月末，京投公司仍在开发或拟开发的项目 15 个，由多个下属子公司负责运营，上述项目受多种因素影响呈现不同的项目状态。其中，包括潭柘寺中心区（A-D）地块、潭柘寺中心区（E-F）地块、水源路南侧土地储备项目 B、C 地块项目和亚林西项目在内 14 个项目进展相对顺利，目前处于推进状态，预计将于 2019~2020 年间完成开发或供地。上述 14 个项目占地面积合计 1,210.08 万平方米，规划总投资 1,076.31 亿元，已投资 368.20 亿元，预计利润额 65.68 亿元，目前累计已回笼资金 152.27 亿元。而平谷二号地项目（二期、三期）项目由于推进过程中存在一定限制，已被列为问题项目。该项目占地面积 83.99 万平方米，项目规划总投资 19.35 亿元。其中，平谷二号地（二期、三期）已投资 5.65 亿元，平谷二号地（三期）已上市成交，收回投资成本 4.30 亿元，该项目整体实施困难，准备退出。

截至 2019 年 3 月末，京投公司在建土地一级开发项目预计总投资 1,076.31 亿元，已实现投资 368.20 亿元，其中正常项目尚需投资 708.11 亿元，正常项目和问题项目合计回笼资金 156.57 亿元，受土地一级开发项目各区土地出让进度及回款安排影响，目前在建项目回款效率一般，后续存在较大的资本支出压力。

表 14 截至 2019 年 3 月底京投公司在建的土地一级开发项目（单位：万平方米、亿元）

项目名称	占地面积	预计总投资	已投资	预计利润额	已回笼资金	项目状态
正常项目：						
海户项目	88.37	52.52	32.18	3.59	0	加快推进，预计 2019 年完成开发，2020 年完成供地
四五六街项目	31.00	30.35	17.61	1.98	16.28	目前已完成投资，部分成本已回收，2020 年完成供地
檀营项目	55.06	35.64	26.80	1.99	11.27	加快推进，预计 2019 年完成开发，2020 年完成供地
水源路南侧土地储备项目 B、C 地块	82	21.70	2.18	1.23	0	加快推进，预计 2019 年完成开发，2020 年完成供地
亚林西项目	97	123.34	98.13	6.48	75.23	加快推进，预计 2019 年完成全部开发工作
东坝北西区棚改项目	429.85	531.00	101.59	26.14	0	加快推进
潭柘寺镇中心区（A-D）地块	146.64	61.40	58.87	4.80	49.49	已完成全部地块入市，正在开展收尾工作
潭柘寺镇中心区（E-F）地块	96.68	69.14	25.15	6.36	0	加快推进，预计 2020 年完成全部开发工作
六里桥车辆段项目	3.8	4.30	3.16	0.33	0	加快推进，预计 2019 年完成入市
郭公庄车辆段项目	23	6.95	2.30	0.50	0	已完成入市，加快尾工实施及结算工作
东小营车辆段项目	35.38	26.10	0.06	2.67	--	加快推进

黄村火车站项目	67	4.32	0	0.32	0	加快推进
磁各庄车连段项目	30.30	55.55	0.15	4.85	0	加快推进
榆树庄车辆段项目	24	54	0.02	4.44	0	加快推进
合计	1,210.08	1,076.31	368.20	65.68	152.27	--
退出及问题项目：						
平谷二号地项目（二期、三期）	83.99	19.35	5.65	--	4.30	实施困难，退出存在影响
合计	83.99	19.35	5.65	--	4.30	--

资料来源：京投公司提供

总体看，土地一级开发业务作为轨道交通建设投资过程中相关配套业务，该业务投资规模较高，后续资本支出压力较大，资金回笼受各区土地出让速度等因素影响较大。

其他业务

除房地产开发业务、轨道交通投资运营及土地一级开发业务外，京投公司还从事部分融资租赁、车辆销售、以及与轨道交通线路相关的沿线媒体广告资源的经营、进出口贸易、城市地下综合管廊设施的开发建设业务等。其中，轨交沿线的媒体广告运营业务模式主要为外包。商品销售业务中进出口贸易业务主要由全资子公司宁波银泰对外经济贸易有限公司经营。地下综合管廊业务则包括电力、通讯、燃气供热、给排水以及逃生通道等各种工程管线。目前在建地下综合管廊项目主要包括：轨道交通 8 号线三期（王府井）地下综合管廊（一期）工程，轨道交通 7 号线东延（万盛南街）地下综合管廊工程、轨道交通 3 号线（东坝中路）地下综合管廊工程、北京世界园艺博览会园区地下综合管廊工程、新机场高速公路地下综合管廊以及 2022 冬奥会延庆赛区外围配套地下综合管廊等多个项目等。

总体看，京投公司其他业务主要围绕轨道交通产业链展开，业务类型覆盖广泛，能够有效发挥其北京市轨道交通投资运营的管理及业务专营优势。

3. 担保人财务分析

（1）财务概况

京投公司提供的 2016~2018 年审计报告均经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计（均出具标准无保留意见的审计结论）。财务报表按照财政部最新颁布的《企业会计准则—基本准则》及其应用指南的有关规定进行编制。京投公司 2019 年一季度财务数据未经审计。

从合并范围看，截至 2017 年底，京投公司合并范围所属二级子公司 51 家，较上年末增加 2 家；截至 2018 年底，京投公司合并范围内二级子公司 55 家，较上年底增加 4 家。总体看，近三年京投公司合并范围变化不大，新纳入合并范围子公司规模相对较小，财务数据可比性较强。

（2）资产质量

2016~2018 年，京投公司资产总额呈逐年增长态势，年均复合增长 13.23%，主要源自非流动资产增长。截至 2018 年底，京投公司合并资产总额 5,583.89 亿元，较年初增长 15.62%，主要系非流动资产增长所致；其中流动资产占 18.70%，非流动资产占 81.30%。京投公司资产以非流动资产为主。

流动资产

2016~2018 年，京投公司流动资产呈连续增长趋势，年均复合增长 9.39%。截至 2018 年末，京投公司流动资产 1,044.00 亿元，较年初增长 16.35%，主要系其他流动资产增加所致；京投公司流动资产主要由货币资金（占 22.78%）、其他应收款（占 9.56%）、存货（占 41.24%）、其他流动资产（占 18.17%）构成。

2016~2018年，京投公司货币资金呈持续下降态势，年均复合减少7.81%。截至2018年底，京投公司货币资金237.81亿元，较年初减少5.08%，主要系投资增加所致，其中以银行存款（占95.31%）为主，其中含受限资金0.26亿元，受限比例较低。

2016~2018年，京投公司其他应收款呈波动减少态势，年均复合减少8.91%，主要系往来款项规模波动减少所致；其他应收款主要系公司与北京市及各区县土地储备中心、财政局、北京轨道交通建设管理有限公司等单位之间的业务往来款，截至2018年底，其他应收款金额为104.16亿元，包含其他应收款净额99.84亿元，应收利息4.32亿元，对其他应收款共计提坏账准备0.66亿元，考虑到其他应收款的性质，回收风险较小。

2016~2018年，京投公司存货净值呈逐年增长态势，年均复合增长12.80%，主要系房地产开发成本和土地一级开发成本增长所致。截至2018年底，京投公司存货净值430.56亿元，较年初增长5.96%，主要系土地一级开发成本大幅增长所致。京投公司存货余额以房地产开发成本（占34.99%）和土地一级开发成本（占50.24%）为主。

京投公司其他流动资产主要为理财产品、委托贷款和委托投资。2016~2018年，京投公司其他流动资产逐年增长，年均复合增长56.83%，主要系购置理财产品大幅增长所致。截至2018年底，受购置理财产品增长的影响，京投公司其他流动资产189.70亿元，较年初增长141.71%。

非流动资产

2016~2018年，京投公司非流动资产呈连续增长趋势，年均复合增长14.18%。截至2018年底，京投公司非流动资产4,539.88亿元，较年初增长15.45%，主要系长期股权投资和在建工程增长所致；京投公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占8.26%）、固定资产（占32.36%）、在建工程（占52.41%）构成。

京投公司可供出售金融资产中包括可供出售权益工具和可供出售债务工具，以权益工具为主，权益工具的计量主要按公允价值计量。2016~2018年，京投公司可供出售金融资产逐年增长，年均复合增长17.55%，主要系可供出售权益工具公允价值大幅增长所致。截至2018年底，京投公司可供出售金融资产374.78亿元，较年初增长19.80%，其中主要投资标的包括北京银行（601169.SH）、中国通号（03969.HK）、中化国际（600500.SH）等。

2016~2018年，京投公司固定资产逐年增长，年均复合增长0.44%。截至2018年底，京投公司固定资产净值1,469.04亿元，较年初增长0.58%，变化不大。由于北京市地铁属于政府公益项目，根据《北京市轨道交通固定资产更新改造专项资金管理暂行办法》（京财一（2010）1881号）及《北京市财政局关于2008年公共交通企业财政补贴问题的请示》（京财一（2008）1116号）等政策文件规定，轨道交通资产更新改造补贴方式由原来的折旧补贴变为专项资金，且轨道交通资产不计提折旧。

2016~2018年，京投公司在建工程全部为在建的地铁工程项目，年均复合增长率为19.78%，呈持续增长态势，主要系地铁线路建设规模增加所致。截至2018年底，京投公司的在建工程为2,379.36亿元，较年初增长19.69%，京投公司主要的在建项目有北京地铁六号线、十四号线、七号线、八号线、十六号线、九号线、十五号线、昌平线及门头沟线等。

截至2018年底，受限资产方面，截至2018年末，京投公司受限资产合计458.47亿元，其中以存货、固定资产及在建工程受限为主，占总资产的比重为8.21%，受限资产规模占比不大。

截至2019年3月底，京投公司合并资产总额5,888.44亿元，较年初增长5.45%；其中流动资产占20.98%，非流动资产占79.02%，仍以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

总体看，京投公司资产以非流动资产为主，以房地产开发成本、土地一级开发成本为主的存

货、固定资产和在建工程规模较大，京投公司资产流动性一般。

(3) 负债及所有者权益

负债

2016~2018年，京投公司负债总额呈连续增长趋势，年均复合增长12.89%。截至2018年底，京投公司负债总额3,494.73亿元，较年初增长19.97%，主要系非流动负债增长所致；其中，流动负债占17.40%，非流动负债占82.60%；以非流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

2016~2018年，京投公司流动负债呈波动增长态势，年均复合增长13.74%。截至2018年底，京投公司流动负债608.08亿元，较年初增加43.30%，主要系京投公司一年内到期的非流动负债的大幅增加所致；京投公司流动负债主要由短期借款（占6.72%）、应付账款（占10.33%）、其他应付款（占9.41%）、一年内到期的非流动负债（占52.77%）、其他流动负债（占9.87%）构成。京投公司流动负债占比较小，下文着重分析非流动负债。

2016~2018年，京投公司非流动负债呈连续增长趋势，年均复合增长12.71%。截至2018年底，京投公司非流动负债2,886.65亿元，较年初增长15.99%，主要系长期借款大幅增长所致；京投公司非流动负债主要由长期借款（占66.91%）、应付债券（占12.49%）、长期应付款（占10.96%）、递延收益（占7.44%）构成。

2016~2018年，京投公司长期借款呈持续增长态势，年均复合增长14.91%。随地铁线路投资建设进度推进，截至2018年底，京投公司长期借款1,931.46亿元，较年初增长12.81%，主要为信用借款（占比94.24%）。

2016~2018年，京投公司应付债券呈波动下降态势，年均复合下降4.28%。截至2018年底，京投公司应付债券余额360.52亿元，较年初增加27.54%，主要系新发行债券所致（应付债券主要系公司发行的各种直接融资产品），2018年新增发行30.00亿元中票、100.00亿元公司债券、50.00亿元企业债、4.00亿元美元债及5.00亿港元私募债等。

京投公司长期应付款主要为融资租赁款、各银行表外资金信贷业务融资款和信托融资款等。2016~2018年，京投公司长期应付款逐年增长，年均复合增长39.69%，主要系京投公司所获信托融资款的增长所致。本报告已将长期应付款纳入到长期债务进行核算。

2016~2018年，京投公司递延收益波动增长，年均复合增长4.11%。截至2017年底，京投公司递延收益213.88亿元，较年初减少10.81%，主要系当期轨道交通建设专项资金转出较多（转出至其他收益）所致，其中来自北京市财政局拨付的轨道交通建设专项资金146.39亿元、更新改造资金50.22亿元；截至2018年，京投公司的递延收益为259.93亿元，较年初增长21.53%，其中，来自北京市财政局轨道交通建设专项资金190.97亿元、更新改造资金46.79亿元。

2016~2018年，京投公司债务规模逐年增长，年均复合增长15.72%。截至2018年底，京投公司债务总额3,033.27亿元，较年初增长22.63%，其中短期债务占14.01%，长期债务占85.99%，以长期债务为主。截至2018年底，京投公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为62.59%、59.22%和55.53%，较年初分别增长2.27个百分点、增长2.87个百分点和增长1.47个百分点，债务负担有所增加，但考虑行业特点，债务结构尚可。

截至2019年3月底，京投公司负债总额3,714.52亿元，较年初增长6.29%，主要系非流动负债增长所致；其中，流动负债占13.92%，非流动负债占86.08%，仍以非流动负债为主。债务指标上，截至2019年3月底，京投公司债务总额3,133.66亿元，较年初增长3.31%；其中，短期债务581.88亿元（占18.57%），长期债务2,551.77亿元（占81.43%）。截至2019年3月底，京投公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为63.08%、59.04%和54.00%，较年初分别提高0.50

个百分点、减少0.17个百分点和减少1.53个百分点。

总体看，京投公司负债结构以非流动负债为主，其中以长期借款、应付债券和长期应付款为主；债务结构以长期债务为主，债务负担较重。

所有者权益

2016~2018年，京投公司所有者权益呈持续增长趋势，年均复合增长13.82%。截至2018年底，京投公司所有者权益为2,089.16亿元，较年初增长9.01%，主要系京投公司收到轨道交通授权经营费以及因承接高速公路项目等而收到的来自于北京市财政局的资本金等，以此增加实收资本96.19亿元所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为87.62%，少数股东权益占比为12.38%。归属于母公司所有者权益1,830.61亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占79.37%、8.37%和5.76%。京投公司实收资本主要为各年受到的轨道交通授权服务费及北京市发展改革委员会支付各类建设资金。京投公司所有者权益结构稳定性强。

截至2019年3月底，京投公司所有者权益为2,173.92亿元，较年初增长4.06%，变动不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为88.07%，少数股东权益占比为11.93%。归属于母公司所有者权益1,914.53亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占79.92%、8.00%和5.85%。

总体看，京投公司所有者权益中实收资本占比较高，所有者权益稳定性强，近年来实收资本持续较快增长，资本实力不断增强。

(4) 盈利能力

2016~2018年，京投公司营业收入呈持续增长态势，年均复合增长9.95%。2016~2018年，京投公司营业成本呈持续增长态势，年均复合增长15.08%。2018年，京投公司实现营业收入189.08亿元，较上年增长12.68%，主要系自轨交线路运营的票款收入、房地产开发收入、广告收入以及其他业务收入的增加所致；实现营业利润32.69亿元，较上年增长31.46%，主要系2017年会计准则变更后，获取的专项运营补贴计入“其他收益”所致。2016~2018年，京投公司净利润呈波动增长态势，年均复合增长13.43%；2018年，实现净利润25.98亿元，较上年增长39.08%，其中归属于母公司所有者净利润为22.01亿元，较上年增长4.54%。

从期间费用来看，2016~2018年，京投公司费用总额呈持续增长态势，年均复合增长17.61%。2018年，京投公司期间费用总额为23.89亿元，较上年同期增长6.58%，主要系管理费用的增长所致。从构成看，京投公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为8.17%、71.67%和20.16%，以管理费用和财务费用为主。其中管理费用为17.12亿元，较上年同期增长9.30%，主要系京投公司的业务种类和下属子公司较多，其日常经营所需费用及工资薪酬规模较大且逐年增加所致，对营业利润造成了一定侵蚀。财务费用为4.82亿元，较上年同期减少8.87%，主要系汇兑净损失减少所致。2016~2018年，京投公司费用收入比分别为11.04%、13.36%和12.63%，费用控制能力一般。

从利润构成来看，2016~2018年，京投公司投资收益持续增长，年均复合增长32.26%，其中2018年实现投资收益12.31亿元，较上年同期增长3.68%。2018年，京投公司实现其他收益47.85亿元，主要为轨道交通运营亏损补贴47.23亿元，其他收益对当期营业利润影响较大，可持续性较好。京投公司营业利润对投资收益及其他收益的依赖度较高。

从盈利指标看，2016~2018年，京投公司营业利润率分别为8.98%、5.29%和-1.28%，呈连续下降趋势，主要系营业成本增长较快所致；京投公司总资产收益率分别为0.61%、0.61%和0.72%，变化不大；京投公司总资产报酬率分别为0.68%、0.69%和0.79%，有所增长；京投公司净资产收益率分别为1.34%、1.06%和1.30%，呈波动下降态势。总体看，京投公司盈利能力较弱。

2019年1~3月，京投公司实现营业收入43.23亿元，较上年同期增长39.01%，实现净利润7.52亿元，较上年同期增长204.62%，主要系当期收入增长，同时获取投资收益较同期大幅增长所致，其中归属于母公司所有者净利润为6.63亿元，较上年同期增长237.17%。

总体看，京投公司收入规模持续增长，利润来源主要依靠投资收益及运营补贴，整体盈利能力有待提升。

（5）现金流

从经营活动看，2017~2018年，京投公司经营活动现金流入呈连续下降趋势，年均复合下降1.42%，其中2018年实现经营活动现金流入264.10亿元，较上年下降2.41%。受土地一级开发滚动开发和房地产开发项目涉及的投资资金及往来款项较多影响，京投公司经营活动现金流出规模相对较高，2016~2018年，京投公司经营活动现金流出呈波动增长态势，年均复合增长12.50%，其中2018年为318.96亿元，较上年减少15.10%。受以上影响，2016~2018年，京投公司经营活动现金净额波动较大，分别为19.77亿元、-105.07亿元和-54.86亿元。2016~2018年，京投公司现金收入比分别为143.48%、127.84%和114.84%，收入实现质量较高。

从投资活动来看，2016~2018年，京投公司投资活动现金流入持续增长，年均复合减少21.44%。2016~2018年，京投公司投资活动现金流出分别为857.58亿元、1,190.89亿元和1,619.78亿元，呈持续增长态势，年均复合增长37.43%，主要为购建固定资产付现以及投资支付（购买理财产品、可供出售金融资产、长期股权投资等支付）。受以上影响，2016~2018年，京投公司投资活动现金流始终呈现大幅净流出状态，净流出额呈持续增长态势，2018年净流出689.87亿元。

从筹资活动来看，2016~2018年，随轨道交通投资建设进程、土地一级开发、房地产开发项目逐步推进，京投公司筹资活动现金流入始终维持在较高规模，呈连续增长趋势，年均复合增长34.71%。2016~2018年，京投公司筹资活动现金流出分别为429.70亿元、465.04亿元和482.15亿元，呈连续增长趋势，年均复合增长5.93%。受以上综合影响，2016~2018年，京投公司筹资活动现金流始终维持净流入状态，呈持续增长态势，年均复合增长75.03%，2018年净流入730.02亿元。

2019年1~3月，京投公司经营活动现金流净额为-68.67亿元（上年同期为-8.65亿元），投资活动现金流净额为-236.60亿元（上年同期为-230.88亿元），筹资活动现金流净额为277.03亿元（上年同期为363.83亿元），对外部融资的依赖程度仍然较高。

总体看，京投公司受业务性质影响，经营活动收现质量较好，经营性现金流规模较大，受近三年轨道交通投资及其他股权投资支出始终较高影响，投资活动近三年持续大幅净流出，为满足轨道交通投资及主营业务发展，京投公司维持较高规模的筹资活动现金流，鉴于后续资本支出需求较大，未来筹资需求仍较高。

（6）偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016~2018年底，京投公司流动比率分别为1.86倍、2.11倍和1.72倍，呈波动下降态势。2016~2018年底，京投公司速动比率分别为1.14倍、1.16倍和1.01倍，呈波动下降态势，整体波动不大。京投公司流动资产对流动负债的保障程度较好。2016~2018年底，京投公司现金短期债务比分别为1.13倍、1.15倍和0.56倍，持续下降，受短期债务规模增加的影响，2018年底京投公司现金类资产对短期债务的保障程度尚可。整体看，京投公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2016~2018年，京投公司EBITDA分别为29.87亿元、33.79亿元和43.27亿元，呈连续增长趋势，其中2018年EBITDA较上年增长28.07%，主要由计入财务费用的利息支出（占19.04%）、利润总额（占75.72%）构成。2016~2018年，京投公司EBITDA利息倍数分别为1.10倍、1.08倍和1.04倍，呈下降趋势，主要系随融资规模扩大，利息费用增长所致，EBITDA对

利息的覆盖程度一般。2016~2018年，京投公司EBITDA全部债务比分别为0.01倍、0.01倍和0.01倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度较弱。整体看，京投公司长期偿债能力较弱。

或有负债风险方面，截至2018年末，京投公司对外担保总额为21.80亿元，对外担保对象为上海礼仕酒店有限公司和北京能源投资（集团）有限公司，对外担保总额占期末净资产的比重为1.04%，占比较低，或有负债风险基本可控。

未决诉讼方面，截至2019年3月底，京投公司下属子公司共涉及未决诉讼事项两件，包括子公司基石创投与意帝公司股权回购协议的纠纷，涉案金额共计约1.67亿元；以及子公司基石租赁与浙江八达建设集团融资租赁合同的纠纷，涉案金额约为1.79亿元。京投公司下属子公司均为原告方，涉及标的总金额不大。

银行授信方面，京投公司与建设银行、中国银行、工商银行、交通银行、农业银行以及招商银行等多家银行均建立了长期稳定的信贷业务关系，截至2019年3月末，京投公司获取的综合授信额度合计3,049.23亿元，尚未使用授信额度为981.36亿元，京投公司融资渠道畅通。根据京投公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（信用机构代码：G1011010502369520R），截至2019年4月23日，京投公司不存在未结清和已结清的不良或关注类的信贷业务。

总体看，京投公司作为北京市唯一从事轨道交通类基础设施建设项目投资平台及北京地铁主要运营平台，近年来受到外部支持较为连续，在地铁运营、轨道交通地块一级二级开发等方面优势明显，京投公司整体偿债能力极强。

4. 担保效果分析

从本期公司债券的担保能力看，以2019年3月底财务数据测算，本期债券发行额度占京投公司资产总额及所有者权益的比重分别为0.09%和0.24%，整体占比小，京投公司资产和权益对本期债券的保护程度很高。

总体看，京投公司作为北京市唯一从事轨道交通类基础设施建设项目投资平台及北京地铁主要运营平台，近年来受到外部支持较为连续，在地铁运营、轨道交通地块一级二级开发等方面优势明显。本期债券发行规模占其资产比重极低，其担保对于本期公司债券的到期还本付息具有显著的积极影响。

十、综合评价

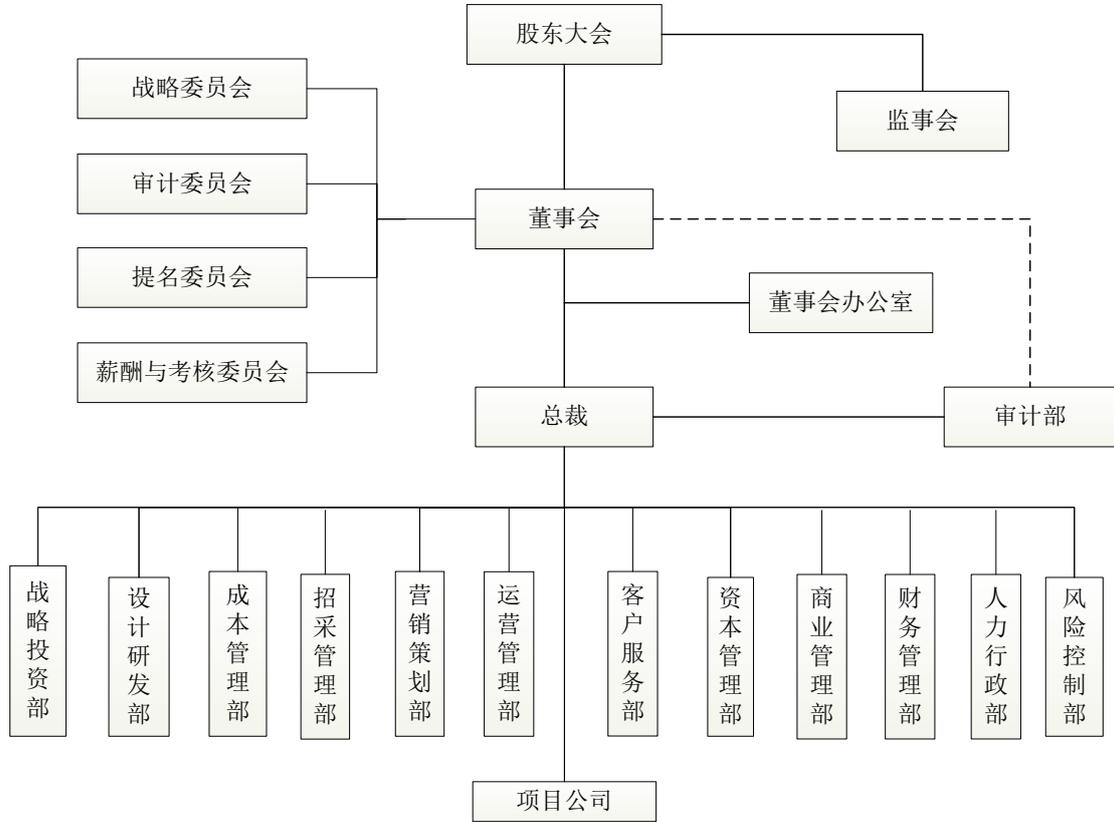
公司作为一家以北京轨道交通物业为专业特色的房地产上市公司，土地储备区域市场空间大，项目交通便利，轨道上盖项目开发专业程度高，公司控股股东京投公司主要负责北京市轨道交通建设的投融资及运营工作，公司依托股东能够获取质量优良的地铁上盖优良土地，且股东为公司地产开发业务提供较大力度的资金支持。同时，联合评级也关注到房地产行业政策调控、公司土地储备获取不确定性较大以及债务负担较重等因素给公司信用水平带来的不利影响。

未来随着在建、拟建项目的推进，公司经营规模及盈利水平有望保持稳定。

本期债券由公司控股股东京投公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保方京投公司作为大型国有企业，资产规模大、收入规模稳定、政府支持力度强，其担保对本期债券的信用水平具有显著的提升作用。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 京投发展股份有限公司 组织架构图



附件 2 京投发展股份有限公司 主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	287.76	278.63	318.68	410.05
所有者权益 (亿元)	34.71	42.52	46.15	49.33
短期债务 (亿元)	62.56	73.12	35.14	18.66
长期债务 (亿元)	86.91	96.58	173.92	281.05
全部债务 (亿元)	149.46	168.69	209.06	299.71
营业收入 (亿元)	59.22	62.17	79.75	8.82
净利润 (亿元)	7.46	9.47	9.10	2.00
EBITDA (亿元)	12.96	17.15	16.69	--
经营性净现金流 (亿元)	50.55	-1.87	1.47	-4.73
流动资产周转次数 (次)	0.22	0.25	0.32	--
存货周转次数 (次)	0.18	0.19	0.26	--
总资产周转次数 (次)	0.21	0.22	0.27	--
总资本收益率 (%)	4.97	6.47	5.46	--
总资产报酬率 (%)	4.52	5.98	5.50	--
净资产收益率 (%)	23.76	24.52	20.52	--
营业利润率 (%)	24.37	29.90	20.87	48.36
费用收入比 (%)	5.62	6.49	5.86	14.31
资产负债率 (%)	87.94	84.74	85.52	87.97
全部债务资本化比率 (%)	81.15	79.97	81.92	85.87
长期债务资本化比率 (%)	71.46	69.43	79.03	85.07
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.90	1.32	0.67	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.09	0.10	0.08	--
流动比率 (倍)	1.63	1.66	2.77	4.63
速动比率 (倍)	0.32	0.17	0.55	0.51
现金短期债务比 (倍)	0.45	0.15	0.88	1.35
经营现金流流动负债比率 (%)	30.72	-1.35	1.54	-6.20
EBITDA/本期发债额度 (倍)	2.59	3.43	3.34	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3、其他应付款中资金拆借已计入短期债务，其他非流动负债中的长期债权融资部分已计入长期债务；4、2019 年一季报未经审计，相关指标未年化。

附件 3 北京市基础设施投资有限公司 主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	4,354.98	4,829.51	5,583.89	5,888.44
所有者权益 (亿元)	1,612.54	1,916.52	2,089.16	2,173.92
短期债务 (亿元)	246.72	219.01	424.91	581.88
长期债务 (亿元)	2,018.45	2,254.53	2,608.36	2,551.77
全部债务 (亿元)	2,265.17	2,473.54	3,033.27	3,133.66
营业收入 (亿元)	156.41	167.80	189.08	43.23
净利润 (亿元)	20.20	18.68	25.98	7.52
EBITDA (亿元)	29.87	33.79	43.27	--
经营性净现金流 (亿元)	19.77	-105.07	-54.86	-68.67
应收账款周转率 (次)	16.75	12.09	9.26	--
存货周转率 (次)	0.42	0.41	0.43	--
总资产周转率 (次)	0.04	0.04	0.04	--
现金收入比率 (%)	143.48	127.84	114.84	157.57
总资本收益率 (%)	0.61	0.61	0.72	--
总资产报酬率 (%)	0.68	0.69	0.79	--
净资产收益率 (%)	1.34	1.06	1.30	--
营业利润率 (%)	8.98	5.29	-1.28	6.00
费用收入比 (%)	11.04	13.36	12.63	17.09
资产负债率 (%)	62.97	60.32	62.59	63.08
全部债务资本化比率 (%)	58.42	56.34	59.22	59.04
长期债务资本化比率 (%)	55.59	54.05	55.53	54.00
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.10	1.08	1.04	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.01	0.01	0.01	--
流动比率 (倍)	1.86	2.11	1.72	2.39
速动比率 (倍)	1.14	1.16	1.01	1.35
现金短期债务比 (倍)	1.13	1.15	0.56	0.36
经营现金流流动负债比率 (%)	4.21	-24.76	-9.02	-13.28

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3、其他流动负债中的短期融资债券已计入短期债务，长期应付款中的有息部分已计入长期债务；4、2019 年一季报未经审计，指标未年化。

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转次数	营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
总资产周转次数	营业收入/[期初总资产+期末总资产]/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[期初所有者权益+期末所有者权益]/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 京投发展股份有限公司 2019年公开发行公司债券（第二期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年京投发展股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

京投发展股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。京投发展股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注京投发展股份有限公司的相关状况，如发现京投发展股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如京投发展股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至京投发展股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送京投发展股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇一九年六月二十八日